

Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации

Содержание

1 Введение.....	2
1.1 Предмет и цели концепции	2
1.2 Необходимость развития финансовых рынков	3
1.3 Роль международного финансового центра	5
2 Принципы функционирования международных финансовых центров.....	7
2.1 Характеристики международных финансовых центров	7
2.2 Критерии конкурентоспособности международных финансовых центров	9
2.3 Предпосылки для создания в России международного финансового центра	12
3 Создание международного финансового центра в России.....	15
3.1 Общая стратегия действий	15
3.2 Регулирование финансовых рынков	16
3.3 Уровень развития национального рынка	24
3.4 Интегрированность в глобальные рынки капитала	38
3.5 Квалифицированный персонал	41
3.6 Социальная инфраструктура и бизнес-инфраструктура	43
3.7 Общая конкурентоспособность национальной экономики	47
3.8 Основные целевые показатели развития МФЦ	51
Приложение 1. Лучшая практика крупнейших международных финансовых центров	54
Приложение 2. Сравнение российского финансового рынка с ведущими МФЦ.....	96
Приложение 3. Сравнительный анализ МФЦ по качественным показателям.....	120
Приложение 3. Сравнительный анализ МФЦ по качественным показателям	120
Приложение 4. Сравнительный анализ МФЦ по количественным показателям.....	130

1 Введение

1.1 Предмет и цели концепции

Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации (далее – Концепция) содержит детальный план мероприятий, направленных на создание в России международного финансового центра (МФЦ), рассчитанный на 5 лет.

В основе Концепции лежат результаты анализа текущего положения российского финансового рынка и мирового опыта создания МФЦ. В Концепции описаны основные характеристики и критерии МФЦ, исходя из которых произведено сопоставление российского финансового рынка с крупнейшими финансовыми центрами в мире. Сопоставление выявило существенное отставание России, для преодоления которого необходимо развитие российской финансового рынка и деловой инфраструктуры в следующих направлениях:

- формирование прозрачной и гибкой системы регулирования, охватывающей все элементы финансовых рынков (в т.ч. систему налогообложения);
- развитие эффективной финансовой инфраструктуры, увеличение спектра доступных финансовых инструментов, рост институциональных инвесторов;
- интеграция российского финансового рынка в глобальные рынки;
- формирование ёмкого конкурентного рынка труда в финансовом секторе, в том числе за счет привлечения иностранных специалистов;
- улучшение бизнес-инфраструктуры и условий жизни в Москве;
- формирование сильного бренда России как финансового центра и повышение уровня доверия инвесторов.

Концепция основана на положениях Стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года, Стратегии развития финансового рынка на 2006-2008 годы, Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 года, а также проекта Стратегии развития страховой

деятельности, в которых более подробно описаны мероприятия по развитию отдельных секторов финансового рынка.

1.2 Необходимость развития финансовых рынков

Финансовые рынки играют важную роль в стимулировании экономического роста, позволяя добиться более эффективного распределения инвестиционных ресурсов и рисков:

- Ёмкий, ликвидный, стабильно функционирующий рынок капитала позволяет компаниям привлекать более дешёвое и долгосрочное финансирование для инвестиционных проектов через выпуск акций и облигаций.
- Конкуренция между эмитентами за источники финансирования приводит к выбору наиболее эффективных инвестиционных проектов.
- Развитые рынки деривативов (биржевой - фьючерсов и опционов, внебиржевой – форвардов и свопов) позволяют компаниям как финансового, так и реального сектора более эффективно управлять кредитными, фондовыми, валютными, процентными и другими рисками, а также способствуют более активному развитию рынков базовых инструментов (акций, облигаций и т.д.).
- Секьюритизация банковских активов позволяет банкам эффективнее управлять рисками и капиталом, тем самым способствуя более активному кредитованию предприятий и физических лиц.
- Новые формы финансирования, такие, как венчурные фонды и фонды прямых инвестиций, позволяют развивать молодые компании в новых быстрорастущих секторах экономики.
- Широкий спектр финансовых инструментов даёт возможность институциональным инвесторам (инвестиционным и пенсионным фондам и т.д.) формировать более диверсифицированный портфель активов и за счёт этого получать большую доходность при меньших рисках.

- Индивидуальным инвесторам (физическим лицам) доступ к финансовым рынкам напрямую или через посредников помогает наращивать свои сбережения, а также осуществлять важные с точки зрения их жизненных целей проекты даже при нехватке средств (например, покупку недвижимости за счёт ипотечного кредита или оплату обучения за счёт образовательного кредита).

Рост российской экономики в последние годы был во многом связан с ростом мировых цен на сырьевые товары и энергоносители. Развитие финансового рынка в России поможет обеспечить в стране более сбалансированный, основанный на инновациях и стабильный в долгосрочной перспективе экономический рост. Построение в России высокотехнологичной и конкурентной на мировом уровне индустрии финансовых услуг поможет повысить диверсификацию национальной экономики как напрямую, так и косвенно – через предоставление инвестиционных ресурсов для развития наиболее динамичных отраслей реального сектора.

Привлечение в инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании средств населения не только увеличит предложение долгосрочных инвестиционных ресурсов, но и откроет гражданам доступ к более надежному и выгодному страховому и пенсионному обеспечению. Наряду с развитием доступных программ целевого (в частности, ипотечного и образовательного) кредитования, это будет способствовать развитию человеческого потенциала.

Для системы регулирования развитие инструментов и институтов финансовых рынков будет иметь последствия двоякого рода. С одной стороны, возрастет сложность операций на финансовых рынках, что усложнит задачи регулирующих органов и повысит требования к квалификации их сотрудников. С другой стороны, регулирующие органы и Банк России получают более широкий спектр инструментов для проведения своей политики.

1.3 Роль международного финансового центра

Национальный финансовый рынок России имеет ограниченную ёмкость, недостаточную для обеспечения инвестиционных потребностей российских компаний, и отстаёт по многим параметрам от крупнейших финансовых рынков в мире. В условиях роста глобализации в финансовом секторе российские компании и инвесторы прибегают к ресурсам мировой индустрии финансовых услуг. Чтобы выдержать глобальную конкуренцию, российский финансовый рынок должен ликвидировать своё отставание от ведущих мировых финансовых центров в области регулирования, инфраструктуры, доступного инструментария.

В долгосрочной перспективе перед Россией стоит выбор между двумя альтернативами: либо формирование на основе развитого национального рынка финансового центра мирового или регионального значения, либо исчезновение национального финансового рынка как такового. Первый сценарий предполагает создание в России международного финансового центра (МФЦ), который должен стать лидирующим рынком для стран СНГ, Центральной и Восточной Европы и одним из ведущих финансовых рынков на евразийском пространстве. Второй, негативный сценарий, при котором российский финансовый рынок остаётся национальным рынком, означает постепенный переток операций с российскими финансовыми активами на более эффективные и развитые глобальные рынки.

Создание в России МФЦ позволит стимулировать развитие национального финансового рынка за счет интеграции в глобальную индустрию финансовых услуг, обеспечив решение таких задач, как:

- привлечение в российскую экономику существенных дополнительных финансовых ресурсов (как зарубежных, так и внутренних);
- расширение возможностей для осуществления индивидуальных сбережений граждан;
- повышение эффективности размещения средств институциональных инвесторов, в том числе пенсионных фондов и инвестиционных фондов, а также суверенных фондов;
- снижение издержек доступа российских компаний к капиталу;

- формирование цен на российские активы и осуществление расчётов с иностранными контрагентами в рублях;
- углубление экономической интеграции стран СНГ и Восточной Европы;
- повышение роли России в выработке глобальных правил регулирования финансовых рынков;
- превращение российского финансового сектора в отрасль экономики, конкурентоспособную в мировом масштабе, экспортирующую услуги и вносящую существенный вклад в увеличение ВВП.

Следует учитывать, что рост глобальной интеграции российского финансового рынка может повысить его подверженность внешним воздействиям, увеличить амплитуду перетока капитала. Это потребует создания более совершенной системы регулирования, в частности, в области кредитно-денежной политики. Необходимо также предусмотреть механизмы по ограничению поглощений системообразующих участников финансового рынка Российской Федерации иностранными финансовыми институтами, чтобы сохранить возможность определять условия функционирования и развития МФЦ в России.

В то же время качественное развитие российского финансового рынка – увеличение количества участников (особенно, крупных российских и иностранных долгосрочных институциональных инвесторов), расширение спектра инструментов, рост ликвидности торгов и прозрачности эмитентов – поможет частично компенсировать указанные риски, снизить волатильность и увеличить стабильность российского финансового рынка.

Мировой финансовый кризис, начавшийся летом 2007 года и резко обострившийся во второй половине 2008 г., по всей видимости, серьезно изменит расстановку сил на мировых финансовых рынках, их структуру и принципы функционирования. Его осмысление требует определенного времени. При этом для российской финансовой системы данный кризис является не только источником проблем, но и источником новых возможностей.

2 Принципы функционирования международных финансовых центров

2.1 Характеристики международных финансовых центров

Финансовые центры характеризуются такими параметрами, как концентрация капитала (инвестиционный спрос), набор инструментов (инвестиционное предложение), а также эффективность финансовой инфраструктуры и услуг, предоставляемых финансовыми посредниками. Международный финансовый центр (МФЦ) отличается от национального финансового центра открытостью и ориентированностью на клиентов вне страны, в юрисдикции которой он находится. Это означает, что существенную роль в МФЦ играют иностранный капитал, иностранные инвесторы и посредники, а также инструменты и активы заграничного происхождения.

Трансграничные операции, которые совершаются в МФЦ, включают в себя:

- **привлечение финансирования** через долговые и долевыми инструментами;
- **управление активами** инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний в целях международной диверсификации;
- **управление частным капиталом** крупных индивидуальных инвесторов;
- **международная налоговая оптимизация** в транснациональных корпорациях;
- **управление глобальными рисками** корпораций с использованием деривативов;
- **глобальная биржевая торговля** финансовыми инструментами;
- **специальные схемы финансирования** сложных (например, инфраструктурных) проектов, в том числе, с использованием принципов частно-государственного партнерства.

В зависимости от того, насколько широкий спектр услуг доступен в рамках конкретного финансового центра и на каких клиентов ориентирован данный рынок, международные финансовые центры можно разделить на несколько типов:

- **Глобальные МФЦ** (Лондон, Нью-Йорк): предоставляют полный спектр финансовых услуг клиентам со всех концов мира. При этом они

опираются на развитый внутренний финансовый рынок и сильную экономику.

- **Региональные МФЦ** (Гонконг, Сингапур, Дубай): оказывают широкий спектр международных финансовых услуг, но специализируются, в основном, на операциях внутри определенного региона (Гонконг и Сингапур – Юго-Восточной и Восточной Азии, Дубай – Ближнего Востока и Южной Азии).
- **Локальные МФЦ** (Токио, Франкфурт, Париж): предоставляют ограниченный выбор трансграничных операций и, в основном, ориентированы на обслуживание национального рынка. Они опираются на развитые внутренние финансовые рынки и инфраструктуру, но по уровню развития отстают от глобальных МФЦ.
- **Нишевые (оффшорные) МФЦ** (Цюрих, Женева, Каймановы острова, Джерси и др.): используются для специальных финансовых операций с нерезидентами, таких как управление частным капиталом (Цюрих, Женева) или налоговая оптимизация (Каймановы острова, Джерси). Многие из них отличаются мягким регулированием и привлекают портфельных менеджеров (например, хедж-фонды), страховые компании, эмитентов еврооблигаций и секьюритизированных продуктов.

Приведённая классификация условна. Так, оба глобальных МФЦ, особенно Нью-Йорк, осуществляют значительный объем операций с резидентами своей страны (или региона – ЕС – в случае Лондона). В то же время, такие региональные МФЦ как Гонконг и Сингапур, привлекают все больше глобальных клиентов. Со временем наиболее динамично развивающиеся МФЦ, — Мумбаи и Шанхай, – также могут войти в число лидеров.

Согласно последнему исследованию Индекса глобальных финансовых центров Лондонского Сити (GFCI 3, март 2008 г.), десятка ведущих МФЦ в мире включает:

1. Лондон.
2. Нью-Йорк.

3. Гонконг.
4. Сингапур.
5. Цюрих.
6. Франкфурт.
7. Женева.
8. Чикаго.
9. Токио.
10. Сидней.

Лондон и Нью-Йорк опережают своих конкурентов по всем 5 критериям, на которых построен индекс. Динамично развивающиеся в последние годы Гонконг и Сингапур занимают лидирующие позиции в азиатском регионе и обгоняют локальные МФЦ: Франкфурт, Токио и Сидней. Высокий уровень конкурентоспособности имеют и швейцарские финансовые центры, которые специализируются на частном банковском обслуживании. «Молодые» МФЦ, такие, как Дубай (24-е место), Шанхай (31-е) и Мумбаи (48-е), согласно опросам, обладают наибольшим потенциалом для роста.

2.2 Критерии конкурентоспособности международных финансовых центров

Конкурентоспособность МФЦ может быть оценена на основе набора критериев, включающего эффективность системы регулирования, уровень развития инфраструктуры национального финансового рынка, степень его глобальной интегрированности, ёмкость рынка труда, качество социальной и бизнес-инфраструктуры, а также общую конкурентоспособность страны. Перечисленные критерии, в целом, соответствуют мировой практике оценки МФЦ, в частности, факторам, которые используются для составления Индекса глобальных финансовых центров (GFCI) Лондонского Сити.

Критерии конкурентоспособности МФЦ, в свою очередь, могут быть определены компонентами, приведёнными ниже.

1) Регулирование финансовых рынков, в т.ч.:

- a) *законодательство* (охват, сложность, прозрачность, гибкость системы регулирования, соответствие принципам открытости и конкуренции);
- b) *регулирующие органы* (сфера ответственности, централизованность, независимость, репутация, эффективность);
- c) *налогообложение* (уровень налоговых ставок, наличие налоговых льгот и двусторонних соглашений с другими странами, сложность налоговой системы, степень эффективности и коррумпированности налогового администрирования);
- d) *судебная система и практика правоприменения*;
- e) *противодействие инсайдерской торговле*;
- f) *корпоративное управление* (защита прав миноритарных акционеров, финансовая прозрачность и раскрытие информации, наличие независимых директоров).

2) Уровень развития национального рынка, в т.ч.:

- a) *разнообразие доступных финансовых инструментов* (акции, облигации, деривативы);
- b) *уровень развития финансовой инфраструктуры* (наличие централизованных, эффективных и глобально интегрированных торговой, клиринговой, расчётной и платёжной систем, издержки при IPO и транзакционные издержки торговли);
- c) *наличие специального рынка ценных бумаг для молодых и быстрорастущих компаний*;
- d) *развитость институциональных инвесторов* (инвестиционных и коммерческих банков, инвестиционных фондов, страховых компаний);
- e) *вовлечённость населения в операции на финансовых рынках*;
- f) *роль рейтингов независимых агентств*.

3) Интегрированность в глобальные рынки капитала, в т.ч.:

- a) *доступ иностранных участников к национальному финансовому рынку*;
- b) *доступ внутренних инвесторов к активам, торгующимся за рубежом*;

- c) доступ иностранных активов к обращению и размещению в стране;
- d) соответствие национальных стандартов бухгалтерской отчетности мировой практике.

4) Наличие квалифицированного персонала, в т.ч.:

- a) уровень финансового образования (общий уровень высшего образования, программы MBA и повышения квалификации);
- b) визовый и миграционный режим;
- c) гибкость и ёмкость рынка труда (оформление найма/увольнения, нахождение новых сотрудников, уровень зарплат).

5) Социальная и бизнес-инфраструктура, в т.ч.:

- a) знание и использование английского языка;
- b) качество и стоимость жизни;
- c) жилищная инфраструктура;
- d) офисная недвижимость и инфраструктура;
- e) транспортная система (сообщение между деловым центром и аэропортами, такси, метро и другие виды общественного транспорта, воздушное сообщение с крупнейшими МФЦ);
- f) электронные коммуникации (доступ в Интернет, Интернет-ресурсы госучреждений и т.д.).

6) Общая конкурентоспособность национальной экономики, в т.ч.:

- a) имидж и бренд МФЦ;
- b) доверие бизнеса и потребителей;
- c) финансовая грамотность населения;
- d) экономическая свобода;
- e) уровень коррупции;
- f) политические риски;
- g) экономическое развитие (размер и темпы роста ВВП, инфляция, среднедушевой доход и неравенство).

Следует подчеркнуть, что улучшение только по одному или даже нескольким направлениям деятельности МФЦ не является достаточным для его превращения

в лидера. Например, развитие финансовой инфраструктуры национального рынка не даст сильного толчка увеличению трансграничных операций, если система налогообложения и налогового администрирования останется неконкурентоспособной, а на рынке труда будет нехватка квалифицированного персонала. Поэтому для повышения конкурентоспособности МФЦ необходимо принятие комплекса мер, призванных ликвидировать все «узкие» места, каждое из которых способно существенно затормозить процесс.

При этом важную роль играет последовательность действий, направленных на создание МФЦ. Например, привлекать нерезидентов за счёт предоставления налоговых льгот имеет смысл только тогда, когда уже сформирована эффективная инфраструктура фондового рынка, интегрированная в глобальные рынки капитала. При планировании необходимо учитывать, что реализация некоторых мер требует более длительного срока (например, развитие коммуникаций, транспортной и жилой инфраструктуры, создание благоприятного имиджа и т.д.).

2.3 Предпосылки для создания в России международного финансового центра

В последние годы российская экономика продолжает диверсифицировать свою отраслевую структуру, все меньше полагаясь на сырьевой сектор. Одной из наиболее динамичных отраслей является финансовый сектор, который выигрывает от возросшего спроса на финансовые услуги со стороны реального сектора. Рост финансового сектора, в свою очередь, способствует более эффективному привлечению инвестиций и экономическому росту.

Необходимость качественного рывка в развитии российской финансовой системы обуславливает необходимость превращения Москвы в международный финансовый центр. Для этого у России есть ряд предпосылок:

- *большая и динамичная экономика*, способная обеспечить существенный внутренний спрос на финансовые услуги. При этом, из-за растущей глобализации (например, большого количества поглощений российскими компаниями иностранных) будет предъявляться все больший спрос на

трансграничные услуги. Схожие преимущества у Нью-Йорка, Лондона (если учитывать ЕС), Шанхая и Мумбаи;

- *человеческий капитал*: в России высокий уровень образования. Большое число граждан с высшим образованием в области математики, физики, информационных технологий и т.п. могут с успехом применить свои навыки в финансовом секторе, особенно при работе с данными и сложными моделями оценки активов. Многочисленная диаспора в составе русскоязычных специалистов, работающих в финансовой индустрии за рубежом, может стать одним из каналов для налаживания партнерских отношений с российскими компаниями и передаче опыта своим коллегам в Москве. Среди развивающихся МФЦ по размеру диаспоры с Москвой могут конкурировать только Мумбаи и Шанхай;
- *местоположение*: Москва расположена на полпути между европейскими и азиатскими финансовыми центрами. Это означает, что в течение торгового дня могут проводиться сделки со всеми крупными финансовыми центрами, за исключением американских. С Лондоном, ведущим МФЦ в мире, разница во времени всего 3 часа. Ближайшими конкурентами Москвы в этом отношении являются Дубай и Мумбаи;
- *достаточно развитый национальный финансовый рынок*, на котором торгуются акции, облигации, валютные и индексные фьючерсы, опционы на акции и т.д. Две основные биржи: ММВБ и РТС. По уровню развития финансовой инфраструктуры Москва во многом обгоняет Шанхай, но уступает Мумбаи;
- *отсутствие языковых барьеров с соседними странами и схожесть культур*: снятие барьеров для эмитентов из стран СНГ позволит Москве достаточно быстро стать основной площадкой для размещений их акций и облигаций. Наличие большого числа специалистов – выходцев из соседних государств, где распространен русский язык, позволит быстрее выходить на их рынки финансовых услуг. Налаживая в свое время

финансовые связи со странами Британского Содружества, Лондон активно опирался на аналогичные преимущества.

Описанные выше конкурентные преимущества позволяют России в ближайшей перспективе претендовать на роль локального МФЦ, лидирующего в СНГ, а в дальнейшем – регионального МФЦ, одного из ведущих в евроазиатском регионе. Тем не менее, России предстоит преодолеть ряд препятствий, мешающих достижению этой цели. К ним относятся негибкость законодательства, сегментированность регулирования, отсутствие единой финансовой инфраструктуры, низкая интегрированность в глобальные рынки, неблагоприятная среда для ведения бизнеса.

3 Создание международного финансового центра в России

3.1 Общая стратегия действий

В соответствии с международным опытом, для создания МФЦ необходимо повышение конкурентоспособности сразу по нескольким критериям. Соответственно, необходимо осуществить комплекс мер, направленных и на улучшение регулирования финансовых рынков, и на уровень развития национального финансового рынка, и на его интегрированность в глобальный рынок, на улучшение общих условий жизни и ведения бизнеса, развития человеческого капитала и мер по повышению общей конкурентоспособности российской экономики.

Важно подчеркнуть, что речь идет о системном развитии всего российского финансового рынка, как с географической, так и с институциональной точки зрения. Вариант территориального анклава с льготным налогообложением типа оффшорного центра не является приемлемым, поскольку, как правило, ориентирован на трансграничные расчеты и не стимулирует формирование развитой инфраструктуры и национального финансового рынка. Напротив, предлагаемые меры затронут всю российскую финансовую систему (с опорой на организованный рынок).

Процесс построения МФЦ можно разделить на две фазы:

- 2008-2010: развитие национального фондового рынка и его интеграция в региональную финансовую инфраструктуру. Российский финансовый рынок становится локальным МФЦ, способным предоставлять трансграничные финансовые услуги, – безусловным лидером в России и странах СНГ.
- 2010-2012: достижение высокого уровня конкурентоспособности на глобальном уровне, прежде всего по сравнению с Шанхаем и Мумбаи. Российский финансовый рынок становится региональным МФЦ, одним из ведущих центров на евроазиатском пространстве.

Соответственно меры можно классифицировать на те, которые необходимо предпринять немедленно, и на те, которые можно осуществить в среднесрочной перспективе.

При этом должна быть продолжена работа по реализации мер, намеченных в Стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года, Стратегии развития финансового рынка на 2006-2008 годы (и проекта Стратегии развития финансового рынка на период до 2020 года), Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 года, проекта Стратегии развития страховой деятельности, проекта Стратегии развития города Москвы до 2025 года и других ранее одобренных программных документов, поскольку соответствующие меры также способствуют прямо или косвенно развитию и становлению МФЦ.

Меры по созданию в России международного финансового центра направлены на повышение конкурентоспособности по критериям, сформулированным в разделе 2.2. Сопоставление состояния дел в России и в конкурирующих финансовых центрах приводит к необходимости сосредоточиться на следующих мерах.

3.2 Регулирование финансовых рынков

Законодательство и правоприменение

Первоочередными законами, необходимыми для формирования международного финансового центра в России, являются законы о биржах и организованных торгах, о клиринговой деятельности, о секьюритизации, о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Необходимо также совершенствование и дополнение российского законодательства за счет внесения изменений в действующие законы в части регулирования производных финансовых инструментов, регулирования залоговых отношений, создания централизованной системы учета ценных бумаг,

модернизации корпоративного права. Необходимо и совершенствование системы правоприменения, повышение эффективности судебной системы.

Для создания МФЦ необходимо модернизировать систему регулирования финансовых рынков: если на данном этапе преждевременно создание единого регулятора, то следует, по крайней мере, обеспечить эффективную координацию существующих. Для этого представляется целесообразным создание межведомственных координирующих структур:

Совета при Президенте Российской Федерации по развитию финансового рынка в Российской Федерации (создан Указом Президента Российской Федерации от 17 октября 2008 г. № 1489);

Правительственной комиссии по созданию международного финансового центра в Российской Федерации.

Совет при Президенте Российской Федерации по развитию финансового рынка Российской Федерации является совещательным органом при Президенте Российской Федерации, созданным в целях совершенствования государственной политики в области развития финансового рынка Российской Федерации.

Вместе с тем представляется целесообразной также организация Правительственной комиссии по созданию международного финансового центра в Российской Федерации. Осуществление мероприятий по созданию МФЦ потребует регулярного и оперативного взаимодействия ряда федеральных органов исполнительной власти (Минэкономразвития России, Минфин России, Минздравсоцразвития России, Минобрнауки России, Минкомсвязь России, Минюст России, МИД России, МВД России, ФМС России, ФСФР России), а также Банка России, Правительства Москвы, Верховного Суда Российской Федерации, Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации.

Для повышения эффективности взаимодействия указанных органов власти необходимо создание координационного органа, обеспечивающего организацию стратегического планирования и выработки государственной политики по вопросам создания в России международного финансового центра в форме

Правительственной комиссии. На нее могут быть возложены следующие функции:

обеспечение координации деятельности федеральных органов исполнительной власти в сфере создания международного финансового центра в Российской Федерации;

рассмотрение проектов федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации по вопросам развития финансового рынка и создания международного финансового центра в Российской Федерации;

мониторинг и контроль за реализацией плана мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации.

При Правительственной комиссии могут быть также сформированы рабочие группы из представителей федеральных органов исполнительной власти, финансовых институтов, саморегулируемых организаций финансового рынка, экспертного сообщества, которые позволят обеспечить взаимодействие соответствующих участников процесса создания международного финансового центра.

Налогообложение

Создание МФЦ потребует целого ряда изменений в российской налоговой системе, которые будут касаться как уточнения правил взимания налогов и сборов, так и совершенствования налогового администрирования в целом.

Специфика налогообложения операций на финансовых рынках обусловлена несколькими факторами. Во-первых, это высокая мобильность финансового капитала, что повышает важность создания максимально привлекательных условий для развития финансового бизнеса. Во-вторых, валовой объем операций финансовых институтов значительно превосходит их прибыль, поэтому налогообложение валовых (а не сальдированных) потоков оказывает крайне отрицательное влияние на рентабельность финансовой деятельности. В-третьих, в большинстве случаев различия в налоговых ставках между разными типами участников рынка неэффективны, поскольку это приводит к

непропорциональному развитию тех типов участников рынка, в отношении которых действует наиболее благоприятный налоговый режим. В-четвертых, сложность финансовых инструментов, особенно производных, требует особых усилий по обеспечению однозначной интерпретации правил налогообложения.

Помимо привлечения в российский МФЦ профессиональных участников мирового финансового рынка следует также предпринять меры для привлечения на финансовый рынок средств российских физических лиц. Особенно важно, учитывая низкую финансовую грамотность населения и нарастающий дефицит пенсионной системы, поощрять долгосрочные финансовые вложения физических лиц.

Кроме того, необходимо ввести стимулирующее налогообложение для российских институциональных инвесторов и их клиентов.

В связи с этим целесообразно внести изменения в налоговое законодательство по следующим направлениям, перечисленным ниже.

- Совершенствование режима налогообложения физических лиц и организаций в части сальдирования прибыли и убытков по операциям с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок.
- Введение освобождения от налогообложения доходов физических лиц от реализации ценных бумаг при условии длительного срока владения этими бумагами.
- Совершенствование режима освобождения от налогообложения налогом на прибыль организаций доходов в виде дивидендов, полученных стратегическими инвесторами, при одновременном включении в законодательство норм, направленных на предотвращение злоупотреблений льготными режимами налогообложения, включая налогообложение прибыли контролируемых иностранных компаний.
- Установление в целях налога на доходы физических лиц порядка переноса убытков, полученных по сделкам с финансовыми инструментами на организованном рынке, на будущие налоговые периоды.

- Уточнение порядка налогообложения (в первую очередь, по НДС и по НДФЛ) операций с производными финансовыми инструментами – предусматривающими и не предусматривающими поставку базисного актива, включая ситуации, в которых базисными активами являются ценные бумаги и фондовые индексы.
- Уточнение прочих правил налогообложения при совершении операций с финансовыми инструментами, включая правила переоценки финансовых инструментов по срочным сделкам и налогового учета ценных бумаг, правила налогообложения НДС некоторых финансовых операций профессиональных участников рынка ценных бумаг.
- Совершенствование порядка налогообложения при осуществлении коллективных инвестиций, в том числе в части акционерных инвестиционных фондов, а также в части налога на имущество для закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ).
- Совершенствование налогообложения при осуществлении гражданами взносов в пенсионные фонды и управлении пенсионными накоплениями.
- Совершенствование режима налогообложения при совершении операций займа ценными бумагами.
- Определение порядка налогообложения операций юридических лиц, выполняющих функции центрального контрагента.

Судебная система и практика правоприменения

Для повышения эффективности российской судебной системы необходимы меры как общего, так и специального (с точки зрения финансового сектора) характера.

Специальные меры включают в себя изменение процессуального законодательства для повышения эффективности правоприменения в финансовой сфере и изменения в институциональной структуре судебной системы. В частности, для быстрого и эффективного разрешения споров представляется целесообразным создание специализированного суда в структуре арбитражных

судов, разрешающего исключительно споры, возникшие в рамках финансового рынка. При этом необходимо четко определить юрисдикцию такого суда по предмету и субъектному составу, - в частности, будут ли к его ведению относиться только отношения международного характера (с иностранным элементом) или широкий спектр как международных, так и внутренних отношений (в том числе сделки между российскими участниками финансового рынка).

Модернизация процессуального законодательства должна, в частности, привести к уточнению подведомственности и подсудности споров, связанных с корпоративными отношениями и владением ценными бумагами. Кроме того, необходимо снизить издержки защиты прав инвесторов. Для этого необходимо введение в арбитражный процесс понятия групповых исков, возможность объединения требований по одному корпоративному спору в одном деле, а также совершенствование правил рассмотрения косвенных исков.

Меры общего характера должны предусматривать:

- повышение прозрачности процедуры назначения и отстранения судей от должности;
- повышение уровня квалификации судей, в том числе повышение эффективности системы аттестации судей, прозрачности процедуры назначения представителей общественности в квалификационные коллегии судей, возможно – повышение законодательно установленных требований к кандидатам в судьи;
- введение обязательного формализованного механизма распределения дел между судьями;
- установление правил информирования заинтересованных лиц о судебных делах.

Корпоративное управление

В связи со специфичной структурой собственности российских корпораций (в частности, наличием акционеров с контрольным и/или блокирующим пакетом в

большинстве российских корпораций), перечень вопросов корпоративного управления несколько отличается от стандартной проблематики корпоративного управления в развитых странах. Поэтому необходимо сосредоточиться не только на вопросах защиты прав миноритарных акционеров от неправомерных действий менеджмента компаний, но и на вопросах разрешения конфликтов между крупными акционерами.

Эти вопросы тем более важны, что в ближайшем будущем, по мере снижения концентрации собственности, многие российские корпорации вместо одного контролирующего акционера постепенно перейдут к более размытой структуре собственности (возможно, с несколькими крупными акционерами). В то же время, для защиты прав миноритарных акционеров важно обеспечить прозрачность информации о структуре собственности и деятельности компании – в первую очередь, для публично торгуемых компаний. Еще один важный принцип улучшения корпоративного управления – пример государства как собственника, соответствие компаний с государственным участием наилучшей практике корпоративного управления.

Поэтому необходимо сосредоточиться на следующих направлениях:

- Введение института акционерных соглашений в российское право.
- Принятие пакета законопроектов, направленных на предотвращение условий для корпоративных конфликтов и повышение ответственности директоров и менеджеров компаний.
- Совершенствование законодательства о хозяйственных обществах в части структуры и компетенции органов управления.
- Совершенствование регулирования аффилированных лиц, а также регулирования крупных сделок и сделок с заинтересованностью.
- Введение дифференцированного регулирования для публично торгуемых и непубличных компаний.
- Совершенствование регулирования холдинговых структур.
- Совершенствование регулирования реорганизации компаний.

- Совершенствование нормативной базы по раскрытию информации на рынке ценных бумаг, включая различные стандарты регулярного раскрытия информации для различных типов компаний.
- Модернизация Кодекса корпоративного поведения и на этой основе введение требований по соблюдению Кодекса корпоративного поведения в компаниях с государственным участием.
- Создание единого центра раскрытия корпоративной информации (функции: сбор корпоративной информации от компаний, ее проверка и распространение для российских и иностранных инвесторов).

Защита прав собственности

Решительная и успешная борьба с торговлей, основанной на инсайдерской информации, и с манипулированием рынком является необходимым условием развития международного финансового центра. Поэтому необходимо принять закон о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Закон должен максимально конкретно сформулировать понятия инсайдерской информации и манипулирования рынком для избежания неоднозначности в толковании и правоприменении.

Учитывая сложившуюся негативную практику недобросовестных корпоративных захватов (рейдерства), необходимо принятие поправок в законодательные акты, которые позволят более детально регулировать основные принципы учета прав собственности на ценные бумаги, а также отношения, складывающиеся в связи с ведением реестра владельцев именных ценных бумаг между акционерным обществом, регистратором, акционерами и иными лицами.

Следует на законодательном уровне определить порядок защиты прав владельца бездокументарных ценных бумаг в случае их неправомерного списания со счета учетными институтами, причем механизмы такой защиты (возврат бумаг в натуре, выплата компенсации и др.) могут быть различными для разных видов ценных бумаг и для разных сегментов рынка.

Наконец, необходимо создание системы компенсационных фондов для возмещения инвесторам убытков, возникающих вследствие недобросовестных действий финансовых институтов и (или) нарушения ими своих обязательств перед инвесторами, в том числе из-за нарушения правил учета и хранения ценных бумаг.

3.3 Уровень развития национального рынка

Разнообразие финансовых инструментов

Для создания международного финансового центра необходимо обеспечить разнообразие финансовых инструментов, позволяющих удовлетворить потребности большинства клиентов финансовых рынков, а также высокую ликвидность рынков этих инструментов для снижения транзакционных издержек операций на финансовом рынке. Для этого необходимо принять ряд мер, направленных, во-первых, на выпуск первичных финансовых инструментов (акции, облигации и т.д.), во-вторых, на развитие рынка производных финансовых инструментов (ПФИ).

Упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг необходимо для обеспечения конкурентоспособности российского фондового рынка по сравнению с зарубежными площадками - как с позиций интересов эмитентов, выбирающих, где именно проводить размещение, так и с позиций интересов инвесторов, выбирающих, в каких размещениях им стоит принимать участие. Можно выделить следующие основные меры:

- смягчение требований к эмитентам в части регулирования уставного капитала и объявленных акций;
- введение уведомительного порядка регистрации выпуска ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска в случае размещения ценных бумаг при участии профессиональных участников – членов саморегулируемых организаций с одновременным повышением ответственности таких профессиональных участников за их действия;

- упрощение процедуры эмиссии при размещении ценных бумаг только среди квалифицированных инвесторов;
- сокращение объема эмиссионных документов, в том числе за счет исключения дублирования данных в различных документах, а также за счет уменьшения состава включаемой в проспект ценных бумаг бухгалтерской и финансовой отчетности;
- уточнение процедур внесения изменений и дополнений в регистрационные документы при эмиссии ценных бумаг;
- введение возможности частичной оплаты акций при их размещении;
- уточнение регулятивных требований к андеррайтерам, включая возможность «технического» приобретения размещаемых ценных бумаг;
- разрешение инвесторам продавать приобретенные при размещении ценные бумаги сразу после их оплаты, до регистрации отчета или направления уведомления об итогах выпуска;
- исключение ограничений на выпуск облигаций для хозяйственных обществ;
- изменение требований к хозяйственным обществам в случае несоответствия уставного капитала стоимости чистых активов;
- расширение возможностей для выпуска биржевых облигаций (предоставить такое право всем эмитентам, чьи ценные бумаги включены в котировальные списки, если они обеспечивают раскрытие информации в требуемом объеме, увеличить максимально допустимый срок их выпуска, создать возможности для включения биржевых облигаций в Ломбардный список Банка России).

Повышению ликвидности рынка ценных бумаг должно способствовать стимулирование российских эмитентов к проведению публичных размещений (IPO) в России, последовательный вывод на публичный рынок ценных бумаг компаний с государственным участием, стимулирование увеличения количества акций в свободном обращении (free-float) российских эмитентов.

Для роста ликвидности будет также полезно законодательное урегулирование вопросов кредитования ценными бумагами и внесение изменений в валютное законодательство для облегчения совершения финансовых операций нерезидентами.

Для стимулирования развития рынка производных финансовых инструментов необходимо внести в законодательство Российской Федерации определение понятия «производные финансовые инструменты». При этом, однако, необходимо учитывать, что невозможно зафиксировать перечень ПФИ, - напротив, для поощрения финансовых инноваций участники рынка должны иметь возможность оперативно конструировать новые ПФИ. Для этого целесообразна разработка механизма оперативного признания определенной совокупности финансовых прав и обязательств в качестве производного финансового инструмента для целей регулирования и налогообложения. Такое признание может осуществляться биржами, саморегулируемыми организациями и/или регулятором (ФСФР).

Кроме того, для развития рынка ПФИ необходимо уточнить понятие операций хеджирования и порядок их учёта. С целью снижения рисков при работе с ПФИ необходимо установление порядка проведения ликвидационного неттинга. Необходимо разработать рамочный договор и стандартную документацию для российского рынка деривативов (аналог ISDA Master Agreement). Наконец, целесообразно расширить возможности осуществлять операции с ПФИ для институтов коллективных инвестиций – как в целях хеджирования, так и в целях инвестирования.

Следует предпринять меры по развитию регулирования различных сегментов денежного рынка, включая рынок операций репо и рынок драгоценных металлов

Финансовая инфраструктура

Центральным звеном пространства МФЦ является рыночная инфраструктура – интегрированные между собой биржи, депозитарии и клиринговые палаты, использующие передовые технологии, высоко капитализированные, имеющие безупречную репутацию. Они должны становиться центром притяжения для

инвесторов и эмитентов, организовывать взаимодействие между ними, обеспечивать эффективное ценообразование, быстроту и дешевизну операций, а также (в определенной мере) защиту прав собственности и недопущение манипулирования рынком. Важным звеном является также наличие эффективной и надежной платежной системы. Поэтому одной из ключевых задач развития МФЦ является развитие инфраструктуры – как в части совершенствования нормативной базы, регулирующей ее деятельность, так и в части повышения ее капитализации, а также отработки прогрессивных стандартов и технологий.

а) Развитие бирж и организаторов торговли

В настоящее время в России функционируют две ведущие фондовые биржевые группы – ММВБ и РТС. В большинстве развитых стран уже в конце прошлого века оставалось не более чем по одной фондовой бирже, а в начале текущего века произошла целая серия трансграничных слияний и объединений бирж, в результате чего сложились интернациональные биржевые группы. Между тем, в России добровольное объединение бирж наталкивается на противоречия между собственниками ММВБ и РТС, а принудительное объединение представляется неэффективным решением. Поэтому в течение относительно длительного периода эти биржи, скорее всего, продолжают сосуществование, усиливая свою специализацию на определенных инструментах и (или) на определенных технологиях торговли.

Необходимым условием эффективного развития российских бирж является совершенствование нормативной базы, прежде всего принятие разработанного и прошедшего первое чтение закона «О биржах и организованных торгах». В этом законе необходимо:

- определить правовой статус биржи и правовой статус иных организаторов торгов (торговых систем);
- определить правовой статус участников торгов, установить основания допуска к торгам и возможные ограничения на участие в торгах;

- определить правовые особенности заключения договоров на организованных торгах, в том числе «анонимных договоров» и договоров с участием центрального контрагента;
- законодательно обеспечить прозрачность ценообразования на организованных торгах;
- установить требования к раскрытию информации организаторами торгов, включая виды раскрываемой информации порядок ее раскрытия;
- определить принципы корпоративного управления для бирж, обеспечивающие максимальную защиту прав участников торгов и иных заинтересованных лиц;
- обеспечить финансовую устойчивость бирж и торговых систем путём установления требований к их собственному капиталу, гарантийным (страховым) фондам и системам риск-менеджмента;
- определить принципы регулирования деятельности бирж и торговых систем, включая систему лицензирования, систему контроля и мониторинга, основания для приостановления и прекращения торгов, а также принципы регулирования деятельности их участников;
- установить требования к лицам, осуществляющим деятельность по распространению ценовой информации (информационным брокерам), и основы регулирования такой деятельности;
- определить правовые особенности функционирования бирж реального товара.

Вместе с тем, принятие закона и конкретизация его требований в подзаконных нормативных актах ещё не означает автоматического повышения качества услуг, оказываемых биржами и торговыми системами, до мирового уровня. Высокий уровень технологий и конкурентоспособные стандарты торговли должны внедряться самими организаторами торговли. Для этого необходимо, в частности:

- стимулировать использование стандартов биржевой торговли, допускающие расчёты по схеме T+3 (перейти от клиринга с полным

предварительным обеспечением к клирингу с частичным предварительным обеспечением);

- стимулировать введение современных требований к гарантийному обеспечению сделок применительно к различным секторам рынка (аукцион, спот-рынок, деривативы), включая возможность использования портфельного принципа в формировании гарантийного обеспечения, а также расширение спектра активов, принимаемых в качестве гарантийного обеспечения;
- решить вопросы организации торговли реальным товаром и товарными деривативами на основные группы биржевых товаров, включая организацию расчетов и поставки;
- выстроить современные системы риск-менеджмента, соответствующие передовому зарубежному уровню, включая обеспечение финансовой устойчивости биржи, мониторинг торгов и механизм приостановления (прекращения) торгов в кризисной ситуации.

Следует также учитывать, что преимущества биржевой торговли над внебиржевой с точки зрения инвесторов (высокая ликвидность, прозрачность ценообразования) и регулятора (прозрачность и большая подконтрольность операций) не являются абсолютными: многие сделки участникам рынка бывает удобнее проводить вне биржи, целые сегменты фондового рынка традиционно являются во многих странах внебиржевыми (например, рынок облигаций). При этом граница между биржевым рынком и внебиржевым организованным рынком в современных условиях размывается:

во-первых, благодаря деятельности разнообразных альтернативных торговых систем (ATS, MTF),

во-вторых, благодаря использованию самими биржами внебиржевых торговых технологий (например, «режим переговорных сделок»).

Более того, внебиржевые сделки могут быть объектом клиринга, и расчёты по ним могут проводиться в централизованных расчётных системах (Euroclear,

Clearstream). С учётом указанных факторов, необходимо стимулировать организованную торговлю в целом.

б) Клиринговая деятельность

Для развития организованной торговли необходимо законодательное оформление клиринговой деятельности. Необходимо скорейшее принятие закона о клиринговой деятельности, где должны быть урегулированы следующие вопросы:

- законодательное закрепление понятий клиринговой деятельности, видов клиринга, клиринговой организации, клирингового центра, клирингового брокера, неттинга, ликвидационного неттинга;
- определение взаимных прав и обязанностей клиринговых организаций и их клиентов (участников клиринга);
- создание правовых условий эффективного функционирования института «центрального контрагента», включая создание правового механизма возникновения, изменения и прекращения обязательств центрального контрагента, а также механизмов для завершения центральным контрагентом расчетов по сделкам в случае нарушения обязательств перед ним со стороны участников клиринга;
- обеспечение завершения расчетов по обязательствам, возникшим в результате клиринга (исключение возможности наложения ареста и обращения взыскания на ценные бумаги и денежные средства, предназначенные для исполнения обязательств по результатам клиринга; особенности исполнения обязательств, определенных по результатам клиринга, в случае банкротства участника клиринга, и т.д.);
- установление правовых оснований возникновения, изменения и прекращения обязательств в связи с проведением неттинга, в том числе в случае осуществления процедуры неттинга без участия «центрального контрагента», а также порядка исполнения обязательств, возникших в результате проведения неттинга;

- порядок взаимодействия клиринговых центров с организаторами торговли, расчетными депозитариями и расчетными кредитными организациями;
- определение правового статуса страховых и гарантийных фондов, формируемых клиринговыми организациями, порядка их формирования и использования;
- механизмы государственного регулирования и контроля за клиринговой деятельностью.

Вопрос о создании единого клирингового центра в рамках МФЦ для обслуживания всех биржевых площадок требует дополнительного обсуждения. Он не требует обязательных изменений в законодательство, так как может быть решен силами биржевых и клиринговых организаций.

Особую проблему представляет собой введение технологии товарного клиринга, которое требует как законодательных решений, так и практических организационных действий со стороны участников соответствующих товарных рынков.

в) Централизованная система учёта прав на ценные бумаги на организованном рынке

Система учёта прав на ценные бумаги в России сформировалась практически с нуля за последние полтора десятилетия, что позволило при её создании и совершенствовании учесть многие достижения развитых рынков. Вместе с тем, по ряду причин её развитие нуждается в определённой корректировке.

Во-первых, необходимо существенно изменить законодательное регулирование деятельности учётных институтов (регистраторов и депозитариев, а также эмитентов, самостоятельно ведущих реестры), включая уточнение правовых режимов счетов владельцев ценных бумаг, прав и обязанностей учётных институтов и их клиентов, порядка предоставления информации учётными институтами своим клиентам и третьим лицам, в том числе государственным органам, и т.д.

Во-вторых, необходимо интегрировать российскую учётную систему в международную сеть учётных институтов, в частности, создать регулятивный режим открытия иностранными депозитариями и кастодианами счетов номинального держателя или иных невладелческих счетов в российских депозитариях и реестрах, а также обеспечить возможность открытия счетов отечественных депозитариев в иностранных учётных институтах.

Де-факто сегодня в России действуют два квази-центральных депозитария – НДЦ и ДКК, которые являются расчётными депозитариями для ММВБ и РТС. На данном этапе не представляется целесообразным принудительное (в том числе законодательное) решение о создании в России единого центрального депозитария. Тем не менее, целесообразно принять ряд мер по постепенному формированию централизованной системы учёта прав на ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке, придав соответствующий статус обоим основным расчётным депозитариям. При этом необходимо унифицировать стандарты их деятельности, максимально упростить взаимодействие между ними и снизить транзакционные издержки такого взаимодействия для клиентов.

г) Развитие платёжной системы

Развитие платёжной системы Банка России, являющейся системно значимой в Российской Федерации, будет направлено на обеспечение финансовой стабильности в стране путем эффективного, надежного и безопасного обслуживания всех участников расчетов.

Система банковских срочных платежей (система БЭСП) предоставляет возможность осуществлять расчеты в режиме реального времени в едином регламенте всем участникам вне зависимости от их местонахождения на территории Российской Федерации. Для того, чтобы максимально использовать преимущества системы БЭСП, целесообразно завершить включение в систему БЭСП всех кредитных организаций, отвечающих требованиям к участникам системы.

Кроме того, для создания специализированного интерфейса для осуществления расчетов в системе БЭСП с использованием системы SWIFT

необходимо доработать форматы электронных сообщений, применяемых в платежной системе Банка России в части обеспечения их совместимости с форматами SWIFT, а также обеспечить техническое решение в виде шлюза в систему SWIFT с целью предоставления участникам возможности сквозной автоматизированной обработки платежей.

Для обеспечения осуществления денежных расчетов по сделкам на финансовых рынках, прежде всего по государственным ценным бумагам и иностранной валюте, целесообразно внедрение механизма расчетов с использованием принципов «поставка против платежа» и «платеж против платежа».

С целью предоставления возможности осуществления эффективных трансграничных расчетов российскими и иностранными кредитными организациями в российских рублях и иностранной валюте необходимо обеспечить создание интерфейса системы БЭСП с системой расчетов CLS-банка.

д) Капитализация инфраструктурных институтов финансового рынка

Для снижения рисков участников рынка необходимо обеспечить высокую капитализацию инфраструктурных институтов. Для установления требований к капиталу и мер по повышению капитализации бирж, клиринговой организации, централизованной системы учета прав на ценные бумаги, расчетных депозитариев и расчетных организаций необходимо организовать широкое и гласное обсуждение с участием представителей регуляторов и участников рынка.

е) Развитие информационных технологий в финансовой сфере

Для роста эффективности и производительности работы финансовых институтов, повышения уровня и скорости обслуживания клиентов, необходимо развивать современные информационные технологии. В первую очередь, это системообразующие технологии, упомянутые выше (системы биржевой торговли, учета ценных бумаг и взаиморасчетов). Однако не менее важны и технологии, которые каждая компания разрабатывает для собственных нужд: управление рисками, детальный анализ всех элементов портфеля, моделирование инвестиционных сценариев, подготовка отчетов для клиентов и т.п. Внедрение

новых технологий способствовало бы переходу финансовых институтов от экстенсивной, основанной на постоянном расширении штата, модели к интенсивной модели развития.

Государство могло бы стимулировать разработку таких технологий, например, на базе лабораторий ВУЗов и научных инкубаторов, и их внедрение в финансовой сфере, в первую очередь в государственных органах регулирования и надзора (ФСФР, ЦБ РФ, Минфин).

Наличие рынка для молодых и быстрорастущих компаний

Для конкурентоспособности МФЦ крайне важно иметь рынок молодых и быстрорастущих компаний. В большей части развитие такого рынка – это прерогатива бирж и саморегулируемых организаций. Такие рынки уже существуют в России (сектор ИРК в ММВБ и РТС Старт). В то же время следует рассмотреть вопрос о создании специализированных фондов, частично компенсирующих затраты эмитентов на подготовку и проведение IPO в рамках рынка молодых и быстрорастущих компаний.

Повышение надежности и финансовой устойчивости российской банковской системы

Для развития банковской системы следует реализовать комплекс следующих мер:

- введение в законодательство института безотзывного банковского вклада физических лиц;
- введение в законодательство института номинальных банковских счетов (эскроу-счетов);
- упрощение процедуры и снижение издержек при осуществлении кредитными организациями эмиссии ценных бумаг (включая отмену ограничений на выпуск облигаций величиной уставного капитала) при сохранении определенных особенностей контроля за эмиссией акций кредитных организаций;

- упрощение процедуры реорганизации кредитных организаций, включая ограничение права кредиторов требовать досрочного исполнения обязательств реорганизуемых кредитных организаций перед ними и отмену требования об индивидуальном письменном уведомлении всех кредиторов о реорганизации;
- установление критериев определения реальных владельцев кредитных организаций и порядка раскрытия информации о них;
- формирование организованного рынка (торговой площадки) для осуществления межбанковского кредитования;
- создание механизма инвестирования части средств государственных фондов (Фонда национального благосостояния, Пенсионного фонда, институтов развития) в активы российских эмитентов, включая банковские ценные бумаги;
- обеспечение правовых условий для организации консолидированного банковского надзора и приведение подходов к его осуществлению в соответствие с передовым международным опытом в данной области, включая вопросы обмена информацией между участниками банковских групп (банковских холдингов), а также между Банком России и иными надзорными органами, в том числе зарубежными;
- уточнение требований по раскрытию кредитными организациями, банковскими группами и банковскими холдингами информации о своей деятельности перед широким кругом пользователей, включая розничных клиентов и инвесторов, с точки зрения приведения формата раскрытия указанных сведений в соответствие с международными стандартами финансовой отчетности;
- повышение эффективности банковского надзора за рисками, возникающими при взаимоотношениях кредитных организаций со связанными с ними лицами.

Развитие российского страхового бизнеса

Для развития страхового бизнеса необходимо реализовать комплекс следующих мер:

- Совершенствование законодательной и нормативной базы страхования, ее сближение с международными стандартами с целью увеличения разнообразия страховых продуктов и услуг, наращивания объема страховых операций.
- Стимулирование развития долгосрочного накопительного страхования жизни, страхования ответственности за исполнение договорных (контрактных) обязательств, страхования строительных рисков, страхования рисков электронной торговли, страхования ответственности высшего управленческого персонала.
- Разработка правовой базы для новых страховых продуктов, таких, как bank assurance (банковско-страховые продукты) и unit-linked policies (долгосрочное накопительное инвестиционное страхование жизни, при котором риск частично или полностью принимает на себя держатель страхового полиса).
- Стимулирование развития страхования ответственности эмитента при публичном размещении или публичном обращении ценных бумаг, страхования профессиональной ответственности участников фондового рынка, а также членов профессиональных объединений и саморегулируемых организаций.
- Укрепление капитализации и качества активов российских страховщиков, чтобы оставлять на собственном удержании большой объем рисков, для чего необходимо, в частности, увеличение инвестиционной привлекательности страховой отрасли.
- Стимулирование размещения акций страховых компаний на бирже, что позволит, с одной стороны, привлекать средства для развития страховых компаний, с другой стороны, установить рыночную цену страхового бизнеса.

- Рост технологической оснащенности и автоматизации деятельности страховых организаций.
- Повышение квалификации страховых кадров, создание современной системы подготовки и переподготовки страховых специалистов и менеджеров всех уровней, разработка учебных программ по страховому делу.

Вовлеченность населения в операции на финансовых рынках и увеличение внутреннего долгосрочного инвестиционного ресурса

Для развития национального финансового рынка необходимо расширить возможности для инвестирования средств населения и коллективных инвесторов (негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды) в ценные бумаги российских эмитентов. Для этого необходимо внести соответствующие изменения в законодательство о пенсионных фондах, страховых компаниях и инвестиционных фондах. Необходимо также расширить возможности инвестирования пенсионных накоплений граждан, не воспользовавшихся правом выбора негосударственного пенсионного фонда или управляющей компании.

Необходимо создать механизм специальных целевых счетов пенсионных, образовательных и т.д.), через которые долгосрочные сбережения граждан инвестируются на фондовом рынке и которые подлежат особому порядку налогообложения. Такие счета позволят привлечь на рынок «длинные» инвестиционные ресурсы, одновременно снижая долгосрочные риски для российской пенсионной системы.

Несмотря на усилия по повышению финансовой грамотности населения, в обозримой перспективе уровень финансовой грамотности, скорее всего, останется достаточно низким. Поэтому представляется целесообразным создание института независимых инвестиционных советников. Такой институт не требует изменений в законодательстве и регулирования (лицензирования) - для его эффективного функционирования необходимо в первую очередь саморегулирование участников.

Роль независимых рейтинговых агентств

Следует способствовать повышению роли независимых российских и международных рейтинговых агентств в информационном обеспечении и регулировании финансовых рынков. Это особенно важно для компаний-эмитентов (кредитные рейтинги, рейтинги корпоративного управления и раскрытия информации), паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний (рейтинги эффективности управления), страховых компаний. Для этого требуется определение правового статуса рейтингов, регламентация их использования при регулировании (например, в ограничениях на состав портфеля негосударственных пенсионных фондов). Вместе с тем необходимо извлечь уроки из мирового финансового кризиса, определенную негативную роль в котором сыграли недостаточно обоснованные оценки рейтинговых агентств.

3.4 Интегрированность в глобальные рынки капитала

При определении направлений и принципов развития институтов рыночной инфраструктуры необходимо учитывать, что для становления МФЦ критически важна простая и удобная система доступа иностранных участников на российский финансовый рынок, которая позволяла бы им работать в России практически так же, как они привыкли работать в своих странах (или на международных рынках). При этом иностранные участники должны соблюдать требования российского законодательства о порядке совершения операций с ценными бумагами, о раскрытии информации, о недопустимости манипулятивных практик и т.д., а иностранные финансовые институты, предлагающие свои услуги российским клиентам (эмитентам и инвесторам), должны также удовлетворять требованиям российского законодательства к аналогичным финансовым институтам.

Во-первых, необходимо упростить режим допуска иностранных активов к обращению и размещению в России. Так как в настоящий момент трудно отдать предпочтение одному из режимов допуска (прямой – при условии регистрации

проспекта эмиссии – или через российские депозитарные расписки), целесообразно способствовать продвижению обоих режимов. При этом для ценных бумаг, входящих в листинг крупных иностранных бирж, необходимо установить упрощенный режим допуска к публичному обращению. Для учета прав российских инвесторов на иностранные ценные бумаги необходимо также обеспечить возможность установления корреспондентских отношений между российскими и иностранными депозитариями.

Во-вторых, необходимо снизить издержки работы на российском рынке через иностранные депозитарии и кастодианы, в том числе дать возможность последним открывать счета номинального держателя в российских учётных институтах либо ввести для таких иностранных учётных институтов особый тип счёта, отличный от счёта владельца и от счёта номинального держателя (при условии распространения на них российского регулятивного режима). При этом для обеспечения надежности учётной системы целесообразно также рассмотреть вопрос о введении дополнительных требований к депозитариям, обслуживающие иностранных номинальных держателей, - например, по достаточности капитала.

В-третьих, необходимо упростить доступ иностранных участников к организованной торговле. Этот вопрос имеет два разных аспекта: доступ для иностранных финансовых институтов (без получения российской лицензии) и доступ для частных и институциональных инвесторов, как российских, так и иностранных (без посредничества брокера).

В настоящее время участниками торгов могут быть только организации, имеющие российскую лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской, дилерской деятельности и/или деятельности по доверительному управлению ценными бумагами, для чего им необходимо, в частности, иметь статус юридического лица по российскому праву. Остальные участники рынка для совершения операций на бирже де-юре должны пользоваться посредническими услугами брокеров. Вместе с тем технологии Интернет-торговли позволяют инвесторам фактически совершать сделки на бирже самостоятельно, хотя в торговую систему они входят при посредстве

брокера; роль брокера в этом случае сводится к предоставлению клиенту информационных и телекоммуникационных услуг, услуг по организации расчетов, а также риск-менеджменту в процессе клиринга и расчетов. Технологически этот комплекс услуг может быть распределен между собственно биржей (организатором торгов), клиринговой организацией, расчетным депозитарием и расчетной кредитной организацией. В этом случае инвесторы могли бы получить прямой допуск к торгам, минуя брокера.

Вопрос о целесообразности прямого допуска инвесторов (или, по крайней мере, определенных категорий институциональных инвесторов) к участию в торгах при условии, что они совершают сделки только от своего имени и за свой счёт, заслуживает внимательного обсуждения. Вместе с тем его решение требует взвешенного подхода с учетом опыта мирового финансового кризиса и анализа поведения иностранных инвесторов в кризисных условиях.

С другой стороны, крупные иностранные финансовые посредники могут быть заинтересованы в доступе на российские биржи с правом оказывать посреднические (брокерские) услуги для своих клиентов без обязательного получения российской лицензии на свои дочерние компании. Проблема здесь не в сложности регистрации юридического лица по российскому праву или получения лицензии на такое юридическое лицо, а в том, что в глазах иностранных инвесторов риски такой дочерней компании будут отличаться от рисков материнской компании. Возможно, стоит рассмотреть возможность их прямого допуска к торгам в случае соблюдения ими требований российского законодательства к аналогичным финансовым институтам, а также при условии открытия ими счетов депо в отечественных депозитариях и (или) использовании российских клиринговых брокеров для участия в клиринге.

Другой подход состоит в том, чтобы изменить процедуры предоставления лицензий профессионального участника рынка ценных бумаг, сделав их получение доступным для иностранных юридических лиц. Тогда иностранные инвесторы и эмитенты при выходе на российские биржи получают возможность выбора между использованием услуг российских посредников, имеющих

сравнительные преимущества в знании российского рынка, и использованием в качестве посредников международных финансовых институтов, репутация и технологии работы которых им хорошо знакомы. Это будет способствовать расширению круга потенциальных участников МФЦ.

В-четвертых, необходимо усовершенствовать валютное законодательство и устранить другие препятствия, мешающие российским институциональным инвесторам инвестировать за рубежом и снижать риски за счет международной диверсификации. Одновременно с этим, следует ужесточить требования к раскрытию информации и усовершенствовать надзор в отношении таких операций. В частности, необходимо введение особой категории паевых инвестиционных фондов (глобальные фонды), которые имеют право включать в свой портфель иностранные активы.

Кроме того, необходимо стремиться к распространению в России международных стандартов финансовой отчётности и приведению российских стандартов бухгалтерского учёта в соответствие с международными стандартами финансовой отчетности.

3.5 Квалифицированный персонал

Развитие МФЦ в России невозможно без существенного роста ёмкости и гибкости рынка труда. В ближайшей перспективе для этого потребуются привлечение персонала из-за рубежа, в первую очередь – многочисленной русскоязычной диаспоры, в том числе людей, не являющихся гражданами России. Также необходимы и специальные меры по снижению барьеров на рынке труда как для иностранных, так и для российских граждан. Меры по развитию рынка труда нашли отражение в проекте Концепции долгосрочного развития на период до 2020 г. и в Основных направлениях деятельности Правительства РФ на 2008-2012 гг.

Уровень финансового образования

Одним из важнейших направлений развития рынка труда для МФЦ является совершенствование системы высшего и дополнительного профессионального образования в области экономики и финансов, а также обучения и аттестации профессиональных кадров для работы на финансовом рынке. Необходимо развивать и стимулировать распространение международных стандартов образования и научных исследований среди российских ВУЗов – как магистерских программ, так и программ по профессиональной переподготовке и повышению квалификации. Способствовать этому может разработка государственных стандартов магистерских и других программ в области финансов согласно современной мировой практике. Также следует стимулировать развитие программ корпоративного обучения.

Необходимо скорректировать законодательные требования о наличии определенного узкопрофильного высшего образования для занятия некоторыми видами деятельности (например, страхование, профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг и др.). Это ущемляет права лиц, имеющих иное высшее образование, а также не учитывает возможности образовательных программ по профессиональной переподготовке и повышению квалификации специалистов в области экономики и финансов (например, MBA и EMBA).

В долгосрочной перспективе требуется развитие человеческого капитала в России. Соответствующие меры планируются в рамках Государственной программы «Образование как основа инновационной экономики (2009-2012 гг.)».

Упрощение визового и миграционного законодательства

Российское миграционное и визовое законодательство существенно ограничивает международную конкурентоспособность российского МФЦ, делая привлечение иностранного персонала дорогим и медленным. Поэтому необходимо предпринять следующие меры.

Упрощение и ускорение процедур, связанных с получением въездных виз:

- введение упрощенного порядка оформления виз иностранным гражданам, осуществляющим работу в финансово-инвестиционной сфере;
- оптимизация работы консульских учреждений, расположенных в государствах – крупных мировых деловых и финансовых центрах, путем их кадрового усиления, внедрения электронной визовой анкеты, современного программного обеспечения;
- упрощение получения виз для членов семей иностранных граждан, работающих в России;
- упрощение процедуры получения деловой визы, увеличение сроков ее действия;
- упрощение процедуры получения рабочей визы, увеличение сроков ее действия.

Упрощение и ускорение процедуры получения разрешения на работу для иностранных сотрудников

- создание единого многофункционального центра получения государственных услуг по принципу «единого окна»;
- отмена необходимости получения российских медицинских справок в случае наличия медицинской справки из страны пребывания;
- исключение необходимости получения разрешения на работу при получении рабочей визы;
- создание механизмов восполнения дефицита трудовых ресурсов необходимой квалификации в финансово-инвестиционной сфере»
- упрощение делопроизводства и обработки документов миграционного учета для работодателя.

3.6 Социальная инфраструктура и бизнес-инфраструктура

Создание МФЦ предполагает наличие международного уровня социальной и деловой инфраструктуры (т.е., условий для жизни и ведения бизнеса), соответствующей мировым стандартам. В то время как создание МФЦ затронет

всю российскую финансовую систему, в обозримом будущем большая часть деятельности МФЦ сосредоточится в Москве, поэтому необходимо в первую очередь уделить внимание развитию московской офисной, жилищной, транспортной и информационно-технологической инфраструктуры. Также целый ряд мер необходимо предпринять на федеральном уровне – в том числе связанных с улучшением среды пребывания в России иностранных граждан.

Создание благоприятной среды для иностранных граждан в России

Россия в целом и Москва в частности существенно отстают от конкурирующих финансовых центров как по уровню владения населением и сотрудников органов государственной власти иностранными языками, так и по общему уровню комфортности среды пребывания иностранных граждан, не владеющих русским языком. Поэтому не только в Москве, но и во всех ведущих российских финансовых центрах необходимы следующие специальные меры:

- размещение информации о деятельности органов государственной власти на английском языке в общем доступе (на их интернет-сайтах);
- увеличение количества государственных служащих со знанием английского языка;
- увеличение количества сотрудников милиции, таможенной службы и т.д. со знанием английского языка;
- размещение информации на двух языках – русском и английском – на информационных носителях;
- приведение дорожных знаков и указателей к международным стандартам, с обязательным дублированием текстовой информации на английский язык; дублирование на английском языке информации об общественном транспорте;
- создание службы экстренной помощи для иностранных граждан;
- организация льготных курсов обучения английскому языку для работников сферы услуг (в том числе таксистов, продавцов и т.д.) при поддержке государства;

- разработка и продвижение программ обучения русскому языку иностранных граждан.

Развитие нефинансовой инфраструктуры г. Москвы

Большая часть операций на российском финансовом рынке проходит в Москве. В столице сконцентрирован банковский капитал, действуют крупнейшие в стране биржевые площадки, открыты представительства и офисы крупнейших международных корпораций, банков, юридических компаний, рейтинговых агентств и других субъектов, формирующих современную рыночную инфраструктуру. По оценке рейтингового агентства Standard and Poor's, Москва является одним из десяти наиболее значимых экономических центров мира и одним из крупнейших торговых центров. Москва является также одним из мировых интеллектуальных и культурных центров. Однако задача создания МФЦ требует концентрации организационных и финансовых усилий на ряде направлений, являющихся критичными с точки зрения конкурентоспособности Москвы как центра оказания финансовых услуг мирового уровня. К указанным направлениям прежде всего относятся:

- Ускоренное развитие транспортной инфраструктуры города, включая
 - развитие московского метрополитена,
 - реконструкцию и расширение сети автомобильных дорог,
 - завершение реконструкции аэропорта «Внуково» и удлинение взлетно-посадочной полосы, создание на базе указанного аэропорта терминала деловой авиации,
 - разработку проекта и строительство в международном деловом центре «Москва-Сити» пересадочного узла скоростного железнодорожного транспорта, связывающего аэропорты Шереметьево, Домодедово, Внуково.
- Развитие и совершенствование инфраструктуры электроэнергетики города с целью повышения надежности электроснабжения потребителей города.

- Реализация первоочередных мероприятий по повышению надежности водоснабжения и водоотведения, улучшению качества питьевой воды в Москве.
- Модернизация и дальнейшее ускоренное развитие системы централизованного теплоснабжения в Москве.
- Реализация мер по размещению международных финансовых институтов, крупнейших российских и международных компаний на территории ММДЦ «Москва-Сити».
- Обеспечение условий для размещения и проживания иностранных специалистов и гостей столицы, включая:
 - дополнительное развитие гостиничной сети,
 - строительство в Москве жилого фонда типа «доходных домов», включающего все необходимые организации бытового обслуживания, для долгосрочного размещения иностранных специалистов и их семей
 - строительство дополнительных офисных площадей
- Улучшение экологической обстановки в Москве, включая:
 - замену парка общественного пассажирского, технологического и грузового транспорта города на автотранспорт, соответствующий экологическому классу 3 («Евро-3»),
 - увеличение площади озелененных территорий в Москве до уровня 20 кв. метров в расчете на каждого жителя,
 - реализацию мероприятий по улучшению состояния водных объектов города.
- Создание дружественной иностранцам среды обитания, в том числе для работающих в Москве в финансовом центре иностранных специалистов, включая:
 - замену домовых и дорожных указателей с дублированием названий на английском языке,
 - внедрение в московском метрополитене информационно-справочных стендов с дублированием информации на английском языке,

- создание в Москве службы экстренной помощи для находящихся в городе иностранцев,
 - завершение работы по созданию автоматизированной информационной системы «Карта иностранного гостя» (совместно с отделением ФМС России по городу Москве и Пограничной службой ФСБ России),
 - разработка и реализация мероприятий по облегчению регистрации и визовой поддержке иностранных специалистов, прибывающих для работы в компаниях международного финансового центра в Москве,
 - внедрение программы обучения работников городской администрации английскому языку.
- Реализация мероприятий по дальнейшему развитию системы здравоохранения в Москве, совершенствование страховой медицины.
 - Развитие социальной инфраструктуры Москвы, включая развитие в Москве службы быта, сервиса такси (в т.ч. по заказу).
 - Развитие и использование информационно-технологических сервисов общероссийского государственного информационного центра в интересах международного финансового центра.

3.7 Общая конкурентоспособность национальной экономики

Повышение общей конкурентоспособности создаваемого МФЦ можно разделить на несколько задач. Во-первых, это программа общих мер по повышению конкурентоспособности экономики, обеспечению долгосрочной макроэкономической стабильности, улучшению инвестиционного и делового климата, снижению политических рисков, а также по формированию благоприятного имиджа России и пропаганда российской культуры за рубежом. Эти действия включены в проект Концепции долгосрочного развития на период до 2020 г. и в проект Основных направлений деятельности Правительства РФ на 2008-2012 гг. Во-вторых, это мероприятия по распространению информации о позитивных изменениях в области развития российского МФЦ за пределами

России. В-третьих, это пропаганда идеи финансового развития и создания МФЦ среди российского населения и повышение финансовой грамотности российского населения.

Продвижение России как международного финансового центра

Работа по продвижению на международном уровне проекта формирования МФЦ должна проводиться как на уровне Правительства Российской Федерации и регулирующих органов, так и с привлечением представителей профессионального финансового сообщества, саморегулируемых организаций профессиональных участников финансового рынка, включая зарубежные, а также представителей городов - мировых финансовых центров. Учитывая многоплановость данной работы, необходимо обеспечить координацию усилий в рамках единой программы. При этом для работы за пределами России целесообразно привлекать локальных исполнителей коммуникационной программы – специализированные коммуникационные агентства.

Необходимо решение следующих ключевых задач:

- Установление партнерских отношений и связей с ключевыми представителями инвестиционного сообщества и делового мира в основных инвестиционных центрах мира.
- Повышение информированности целевых аудиторий о российском фондовом рынке через регулярные публикации в иностранных деловых и финансовых СМИ и участие в ключевых деловых мероприятиях.
- Обеспечение потребностей международного инвестиционного сообщества в информационных и справочных материалах об особенностях российского финансового рынка.

Эти задачи можно решить при помощи следующих действий.

- Формирование центральной идеи программы продвижения МФЦ, набора ключевых сообщений и визуальных образов.
- Формирование пакета стандартных информационных материалов. Эти материалы должны не ограничиваться внутренними источниками, но и

ссылаться на улучшение состояния дел в России с точки зрения международных экспертов, в том числе на повышение позиций России в международных рейтингах, включая Global Financial Centres Index. Материалы должны быть доступны на всех основных языках регионов продвижения: английском, китайском, французском, испанском, немецком, арабском, японском и др.

- Разработка и проведение целевых рекламных и PR-кампаний в СМИ, как бизнес-ориентированных, так и общеполитических. Необходимо постоянное участие представителей российского финансового рынка в тематических передачах и проектах, затрагивающих темы экономики и инвестиций в странах СНГ, странах BRIC, на развивающихся рынках. Необходима спонсорская поддержка ключевых экономических передач, а также включение основных российских финансовых показателей (курс рубля, ставки рефинансирования и межбанковского кредитования, фондовые индексы ММВБ и т.п.) в экономические сводки СМИ.
- Взаимодействие со СМИ должно включать в себя организацию совместных мероприятий и информационных проектов с ведущими локальными деловыми и финансовыми СМИ, включая конференции, круглые столы, путеводители, справочники, интернет-порталы и пр.
- Создание единого постоянно обновляемого и многоязычного Интернет-ресурса для централизованного распространения всех информационных материалов и оперативного реагирования на ключевые события, в том числе и негативного характера, затрагивающие экономические интересы России как МФЦ.
- Организация широкого обсуждения темы МФЦ на отечественных и зарубежных публичных площадках и в СМИ, затрагивающих темы экономики и инвестиций, а также обеспечение спонсорской поддержки таких мероприятий; систематическое проведение и участие в международных деловых мероприятиях, связанных с инвестициями и фондовым рынком.

- Налаживание коммуникаций с профессиональными участниками и посредниками на финансовых рынках, включая крупнейшие аналитические и рейтинговые агентства, а также брокерские и инвестиционные компании, инвестиционные банки, профессиональные объединения участников рынка, международные ассоциации, занимающихся выработкой стандартов, инфраструктурные организации финансового рынка, и обеспечение их необходимой информационной поддержкой.
- Оказание противодействия в случаях дискредитации в СМИ в России и за рубежом идей становления и развития МФЦ.

Развитие финансовой грамотности населения и повышению популярности идеи МФЦ в России.

Необходимо специальные меры по повышению финансовой грамотности населения и повышению популярности идеи МФЦ в России. Эти меры должны быть разнообразными по формату и охвату аудитории:

- Введение программы начального финансового образования в рамках средней образовательной школы,
- Разработка и внедрение дополнительных специализированных курсов по современным финансовым рынкам в ведущих высших учебных заведениях.
- Программа переподготовки школьных учителей в области экономики и финансов.
- Организация на государственном уровне системы информирования населения о МФЦ и обучения населения для инвестирования личных сбережений в финансовые рынки с использованием СМИ (телевидение, Интернет, пресса, издание специальной литературы).

3.8 Основные целевые показатели развития МФЦ

Целевые показатели развития МФЦ в Российской Федерации должны характеризовать эффективность ключевых элементов российской финансовой системы:

- биржевой и внебиржевой рынок акций, облигаций, производных и других финансовых инструментов;
- платежная, учетная и расчетная системы;
- коммерческие банки и страховые компании;
- институциональные инвесторы (ПИФ, НПФ, страховые компании);
- финансовые посредники (брокеры и дилеры);
- компании-эмитенты.

В качестве оценки уровня развития каждого из этих элементов предлагается использовать два вида показателей: качественные и количественные. Качественные показатели оценивают выполнение определенных требований по бинарной шкале (выполнено / не выполнено). Количественные показатели измеряют годовые результаты работы и уровень развития на конец года отдельных элементов финансовой системы, которые можно сравнивать с предыдущими значениями (т.е., в динамике) и с зарубежными аналогами.

В число количественных показателей входят:

- суммарный биржевой объем торгов акциями и облигациями;
- суммарный биржевой объем размещений акций и облигаций;
- количество акций и облигаций, торгующихся на бирже;
- количество акций и облигаций, имеющих листинг на бирже;
- количество акций и облигаций с определенным уровнем ликвидности (торгующихся в течение минимум 80% торговых дней);
- объем сделок по слияниям и поглощениям, проведенных с участием российских профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- объемом сделок по размещениям ценных бумаг, проведенных с участием российских профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- объемом открытых позиций по биржевым производным инструментам;
- объемом торгов биржевыми производными инструментами;
- активы коммерческих банков;
- активы страховых компаний;
- активы паевых инвестиционных фондов;
- активы негосударственных пенсионных фондов;
- доля финансового сектора в ВВП.

Как правило, четкая привязка количественных показателей к определенным ориентирам затруднительна из-за воздействия дополнительных факторов (глобального финансового кризиса, макроэкономических и политических рисков и т.п.). Поэтому ряд ориентиров для российской финансовой системы определяются как место в рейтинге согласно определенному показателю относительно других стран.

В краткосрочной перспективе (до 2010 года) перед российской финансовой системой поставлены следующие ориентиры:

- наличие на российских биржах акций и облигаций компаний-эмитентов из стран СНГ;
- запуск товарных бирж, на которых обращаются производные финансовые инструменты на ключевые группы товаров (нефть, электроэнергия и т.д.);
- включение в систему банковских электронных срочных платежей (систему БЭСП) всех кредитных организаций, отвечающих требованиям к участникам системы, и создание интерфейса для осуществления расчетов в системе БЭСП с использованием системы SWIFT.

В среднесрочной перспективе (до 2012 года) российская финансовая система должна удовлетворять следующим требованиям:

- Вхождение одной из российских бирж в число 12 мировых лидеров по торговому обороту и объёмам размещений акций и облигаций.
- Доля иностранных бумаг в биржевом обороте – не менее 10%.
- Рост доли финансового сектора в ВВП до 6%.
- Обеспечение интерфейса системы БЭСП с системой расчетов CLS-банка.

Приложение 1. Лучшая практика крупнейших международных финансовых центров

Ориентиром для развития российского МФЦ должна стать лучшая практика ведущих МФЦ. По каждому критерию конкурентоспособности необходимо проанализировать опыт МФЦ, лидирующих выделенным критериям, а также тех МФЦ, представляющие собой ближайšie ориентиры для Москвы (в качестве базы для сравнения были выбраны Лондон, Нью-Йорк, Гонконг, Сингапур, Франкфурт, Дубай, Мумбаи, Шанхай, Варшава и Алматы).

1) Регулирование финансовых рынков

Одним из наиболее важных условий эффективного функционирования МФЦ является прозрачная, гибкая и эффективная система регулирования финансовых рынков. В рамках этой системы особое значение имеют тип системы права (англо-саксонская или романо-германская), развитость законодательства, практика правоприменения, эффективность работы регулирующих органов, система налогообложения, корпоративное управление (особенно система раскрытия информации и защита прав миноритарных акционеров) и противодействие инсайдерской торговле. Целями развития системы регулирования являются достижение высоких стандартов защиты инвесторов, снижение транзакционных издержек торговли, внедрение финансовых инноваций, поддержание доверия к финансовым рынкам.

а) Законодательство

Глобальные финансовые центры Лондона и Нью-Йорка отличаются развитой системой регулирования, основанной на англо-саксонской (прецедентной) системе права. Финансовое законодательство США стремится достаточно чётко кодифицировать все правила и меры регулирования, описать финансовые инструменты и рынки (*rule-based regulation*); такой подход ещё в большей степени характерен для стран континентальной Европы. Законодательство Великобритании базируется на принципе «соблюдай или объясняй» (*principles-based regulation*), описывая общие принципы работы финансовых рынков, в то

время как участники рынка обязаны соблюдать их или объяснять те ситуации, когда они отклоняются от требований закона. Эти требования часто сознательно формулируются нечётко (например, «фирма обязана в должной степени учитывать интересы своих клиентов»), и многое зависит от практического применения этих принципов со стороны регулятора. В результате такая система является более гибкой и может быстрее адаптироваться к инновациям на финансовых рынках, способствует открытости и конкуренции среди участников МФЦ. Гибкость регулирования привлекла в Лондон значительную часть бизнеса (в особенности, связанного с корпоративным финансированием) глобальных инвестиционных и коммерческих банков.

Гонконг модифицировал своё финансовое законодательство в 2003 г., упразднив десять законов и приняв единый Закон о ценных бумагах и фьючерсах (SFO) в соответствии с международной, прежде всего британской практикой.

Развивающиеся региональные МФЦ, такие как Дубай, Сингапур и Мумбаи, также выбрали более гибкую законодательную систему по примеру Лондона. Дубай создал отдельную юрисдикцию на территории МФЦ, которая функционирует согласно особым, близким к британским стандартам права. Хотя Китай придерживается принципов романо-германского (кодифицированного) права, после вступления этой страны в ВТО здесь была проведена реформа финансового законодательства с целью приблизить его к стандартам США и Великобритании.

b) Регулирующие органы

Практика применения финансового законодательства во многом зависит от деятельности регулирующих органов. Эффективность работы регуляторов зависит от их функциональности, независимости и репутации. При этом важным, хотя и не критичным фактором является степень централизации функций регулятора.

В Великобритании действует единый финансовый регулятор – Управление по финансовому регулированию и надзору (Financial Services Authority, FSA), независимый неправительственный орган. В 1997 году Банк Англии стал

ответственным только за кредитно-денежную политику. Все регулятивные и надзорные функции в отношении финансовых рынков и институтов (включая банки, ипотеку, управляющие и страховые компании) были переданы FSA.

Унификация регулирования в Великобритании позволила предотвратить фрагментацию финансовых услуг, избежать конфликтов между различными регулирующими органами, выиграть от эффекта масштаба. Создание FSA стало важным конкурентным преимуществом Лондона перед другими МФЦ, особенно в условиях консолидации разных видов финансовых услуг в рамках финансовых холдингов.

В Германии в 2002 году было создано Федеральное агентство по финансовому надзору (Federal Financial Supervisory Authority, BaFin) – независимый регулятор финансовых рынков и институтов (банковских, страховых, коллективных инвестиций, брокерских/дилерских). Денежно-кредитная администрация Сингапура (Monetary Authority of Singapore, MAS) осуществляет функции центрального банка и единого регулятора финансовых рынков. В Дубае единым регулятором является Ведомство по финансовым услугам Дубая (Dubai Financial Service Authority, DFSA) – независимое агентство, использующее международное право. Централизация функций регулятора позволила всем вышеперечисленным финансовым центрам добиться прозрачности регулирования и эффективности надзора за участниками рынка.

Остальные финансовые центры опираются на более традиционную систему регулирования финансового рынка, в которой за отдельные его сегменты отвечают специализированные органы. В США регулированием финансовых рынков занимается Комиссия по торговле ценными бумагами (Securities and Exchange Commission, SEC). Её основная задача – защита инвесторов и поддержание эффективной работы фондового рынка, а в сферу ответственности входит определение критериев отчётности и раскрытия информации, функции надзора и регулирования деятельности профессиональных участников рынка, борьба с инсайдерской торговлей и т.д. Комиссия по срочной биржевой торговле (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) регулирует рынок производных

финансовых инструментов, включая биржи и клиринговые организации. Федеральная резервная система (Federal Reserve System, FRS) является центральным банком в США. Наряду с проведением кредитно-денежной политики, FRS отвечает за регулирование банков, являющихся её членами. Остальные банки находятся под надзором Управления контролёра денежного обращения (Office of the Comptroller of the Currency, OCC). Страховые компании в США регулируются на уровне штатов.

Важную роль в регулировании финансового рынка в США играет саморегулируемая организация – Служба регулирования финансовой индустрии (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA). FINRA образовалась в 2007 году после объединения Национальной Ассоциации участников фондового рынка (National Association of Securities Dealers, NASD) и регулятивного подразделения Нью-Йоркской фондовой биржи. В функции FINRA входят регулирование и надзор за брокерскими компаниями, публикация информации о торгах, лицензирование персонала, проведение образовательных программ, регулирование ряда бирж (в т.ч. NASDAQ), арбитраж и посредничество в разрешении споров.

Система регулирования финансовых рынков в США слишком сегментирована и уступает по прозрачности и эффективности централизованной системе регулирования в Великобритании. В марте 2008 года министр финансов США Генри Полсон предложил реформу регулирующих органов, по которой предлагается объединить SEC и CFTC, а также передать FRS надзор за всеми банками. Однако проведение реформы осложняется бюрократией, а также различиями в подходах к регулированию в различных органах. Например, CFTC действует на основании общих принципов, а не четких правил, как SEC.

В Гонконге Отдел финансовых услуг в Бюро по финансовым услугам и делам Казначейства определяет государственную политику на финансовых рынках, а Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (Securities and Futures Commission, SFC) осуществляет регулирование финансовых рынков.

В Индии с 1992 года действует независимый Совет по регулированию финансовых рынков (Securities and Exchange Board of India, SEBI). Ему был передан ряд функций от Центрального Банка, который по-прежнему осуществляет банковский надзор.

В Китае действуют три Комиссии по регулированию – рынка ценных бумаг (Chinese Securities Regulatory Commission, CSRC), страховых компаний (Chinese Insurance Regulatory Commission, CIRC) и банковской системы (Chinese Banking Regulatory Commission, CBRC).

с) Налогообложение

Ключевыми характеристиками системы налогообложения являются: общий уровень налоговой нагрузки на инвесторов – резидентов и нерезидентов, специфика налогообложения операций с ценными бумагами и финансовых операций, налоговое администрирование, наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения. При этом существенным является не столько наличие налоговых льгот для участников МФЦ, сколько прозрачность и эффективность налогообложения в целом.

По уровню налоговой нагрузки на компании рассматриваемые МФЦ можно разделить на две группы: рынки с льготным налогообложением (Гонконг, Сингапур, Дубай) и рынки с консервативным налогообложением (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт, Мумбаи, Шанхай).

Льготное налогообложение в Гонконге направлено на стимулирование притока иностранных инвесторов в определенные сферы экономики, включая рынок ценных бумаг. Налоговые льготы в Сингапуре были введены непосредственно для развития МФЦ. В частности, они упрощают налогообложение крупных холдинговых компаний и оборота ценных бумаг. Также есть льготы в отношении торговли производными инструментами. Дубай изначально определил оффшорное положение МФЦ и по состоянию на 2008 год имеет низкий уровень общих налоговых сборов (14,4% от прибыли компании). В Индии для нерезидентов введены льготы по налогам на доходы от вложений в паевые фонды, определенные виды сберегательных сертификатов и облигаций.

Система договоров об избежании двойного налогообложения позволяет оптимизировать налогообложение глобальных участников финансового рынка. Практически во всех МФЦ заключены двусторонние соглашения с большинством стран. Исключение составляет Гонконг, который не заключает такие соглашения из-за уже существующего здесь режима льготного налогообложения. В то же время, в Дубае соглашения заключены с 44 странами.

Индекс сложности налогообложения бизнеса (Ease of paying taxes) рассчитывается на основе трех критериев: общая величина налоговых сборов (в процентах от прибыли компании), количество налоговых платежей и время, затраченное на составление налоговой отчетности и осуществление платежей. Налоговые системы Гонконга, Сингапура и Дубая считаются лучшими в мире с точки зрения ведения бизнеса из-за низкого уровня налоговых ставок и простой системы администрирования. Несмотря на более высокий уровень налоговой нагрузки на компании, британская система также занимает высокое место в рейтинге за счёт эффективной организации системы налогообложения. А вот американская и германская налоговые системы значительно уступают лидерам из-за того, что они более сложны и обременительны для компаний. Налоговые системы Индии и Китая отличаются не только большим количеством налогов и высокой эффективной налоговой ставкой на компании, но и крайне неэффективной системой отчётности.

d) Судебная система и практика правоприменения

Важным элементом финансового центра является судебная система. Как глобальные центры Лондона и Нью-Йорка, так и региональные центры имеют специализированные арбитражные суды, разбирающие спорные финансовые и корпоративные вопросы. Необходимость наличия специализированного финансового суда продиктована целью максимально упростить судопроизводство для участников МФЦ так, чтобы оно не ставило языковых барьеров, преимущественно разрешало финансовые и корпоративные споры, а также дела, связанные с осуществлением брокерской/дилерской деятельности.

Лондонский международный арбитражный суд (London Court of International Arbitration, LCIA) признан одним из самых эффективных в области рассмотрения финансовых и коммерческих дел. Этот специализированный суд является одним из самых востребованных в области международного арбитража и объединяет 1500 членов из 79 стран.

В Нью-Йорке действует Американская арбитражная ассоциация (AAA) – один из старейших и известнейших в мире третейских судов, который активно сотрудничает с экспертами в области международного права и корпоративных финансов. Популярность и авторитет, которыми AAA пользуется среди американских предпринимателей и юристов, позволяют говорить о предпочтительности его использования при разрешении споров с компаниями из этого региона. Привлекательность этого арбитражного суда также заключается в том, что помимо собственно арбитражной процедуры AAA предлагает значительное количество способов мирного урегулирования споров – посредничество, консультации, а также примирительные процедуры.

По пути создания специализированных арбитражных судов пошли и многие другие финансовые центры. Во Франкфурте располагается централизованный коммерческий арбитражный суд, Frankfurt International Arbitration Center, который был создан в 2005 году специально для урегулирования финансовых споров, возникающих на бирже. В Гонконге международный арбитражный центр был создан усилиями бизнес сообщества в 1985 году. Он получает финансирование от профессиональных участников рынка и от правительства Гонконга, но представляет собой эффективный независимый орган, направленный на разрешение международных дел, особенно в азиатском регионе. Одним из признанных арбитражных судов является Singapore International Arbitration Center – Международный арбитражный суд Сингапура. В Шанхае, в рамках системы арбитражных судов, действует Китайская арбитражная комиссия по международной экономике и торговле. В Мумбаи функционирует Индийский совет по арбитражу при Федерации индийских торгово-промышленных палат. В Дубае специально для нового финансового центра была создана собственная

структура судебной власти, а в 2008 г. – арбитражный суд по коммерческим делам (при содействии Лондонского международного арбитражного суда, LCIA).

е) Противодействие инсайдерской торговле

Борьба с неправомерным использованием инсайдерской информации в торговле на финансовых рынках является одной из важнейших задач регулирующих органов. В этой области лидерами являются США и Великобритания. В США действует наиболее передовое законодательство по борьбе с инсайдом. Отслеживание случаев инсайдерской торговли проводится FINRA при взаимодействии с NYSE и другими крупнейшими биржами США. В Великобритании запрет на инсайдерскую торговлю и манипулирование ценами зафиксирован в Законе о финансовых услугах и рынках, его нарушение подпадает под действие уголовного законодательства. В обеих странах было достаточно много прецедентов применения инсайдерского законодательства против недобросовестных менеджеров, аналитиков и журналистов.

Достаточно жесткие законы против инсайдерской торговли приняты и в других МФЦ. В Сингапуре размер штрафа может достигать четырехкратного объема выгоды, полученной от инсайдерской торговли. В Гонконге действует специальный трибунал (Market Misconduct Tribunal), который расследует случаи инсайдерской торговли и определяет размеры штрафа.

В Индии законодательство о запрете инсайдерской торговли действует с 1992 года и периодически дополняется. В 2008 году SEBI приняло решение использовать специальную систему анализа динамики цен на бирже и проверки действий участников рынка. В Китае с 2008 года вступило в силу новое дополнение к законодательству, регулирующему ответственность на финансовых рынках, которое ужесточает требования к проверке сделок с акциями.

ф) Корпоративное управление

Система корпоративного управления (т.е., правил, регулирующих взаимоотношения между акционерами, менеджментом, советом директоров и другими сторонами, участвующими в деятельности компании) имеет решающее значение для снижения рисков для инвесторов, сотрудников, контрагентов и

других групп интересов (stakeholders) компании. В развитых странах стандарты требований к компаниям описываются в Кодексах корпоративного управления, которыми руководствуются регуляторы, рейтинговые агентства, фондовые биржи и профессиональные участники рынка.

На сегодняшний день Кодексы корпоративного управления существуют более чем в 50 странах. Одним из наиболее важных ориентиров при их составлении были Принципы корпоративного управления ОЭСР, принятые в 1999 году и дополненные в 2004 году. Почти все Кодексы провозглашают четыре основных принципа:

- соблюдение прав миноритарных акционеров и других групп интересов;
- ответственность совета директоров перед акционерами, подотчётность менеджмента совету директоров;
- прозрачность и раскрытие информации;
- добросовестное и этическое поведение менеджмента и сотрудников компании.

Кодексы корпоративного управления призваны защитить инвесторов от потерь, вызванных оппортунистическим поведением топ-менеджмента или контролирующих акционеров, и за счет этого снизить стоимость фондирования и повысить капитализацию компаний.

Системы корпоративного управления, сложившиеся в разных странах, можно разделить на два типа. *Либеральная* модель, свойственная странам с англосаксонской судебной системой, отдает приоритет защите прав акционеров. *Инсайдерская* или *сетевая* модель, характерная для континентальной Европы, Азии и большинства других регионов, помимо интересов акционеров также учитывает интересы сотрудников, менеджеров, поставщиков, клиентов и всего общества в целом.

Между либеральными системами США и Великобритании есть важные различия. У американских корпораций расплывчатая структура собственности и поэтому генеральный директор (СЕО) и другие топ-менеджеры компании имеют

большие полномочия и контроль над её операционной деятельностью. Генеральный директор (СЕО) подотчётен совету директоров и обязан получать его одобрение для всех значимых решений, таких как увольнение других ключевых менеджеров, привлечение финансирования, поглощение другой компании и т.п. Однако, даже несмотря на то, что совет директоров избирается акционерами, он во многом зависит от руководства компании. В результате акционеры имеют мало рычагов влияния на топ-менеджмент и в основном действуют *внешние* механизмы корпоративного управления: в первую очередь, рынок корпоративного контроля (неэффективно управляемые компании становятся привлекательной целью для поглощений).

Серия корпоративных скандалов в США (Enron, WorldCom, Tyco и др.) привела в 2002 году к принятию закона Сарбейнса – Оксли, который ужесточил требования в отношении финансовой отчётности и корпоративного управления публичных компаний (независимость аудита, система внутреннего контроля, личная ответственность директоров и т.д.). С одной стороны, это повысило стоимость листинга в США и, вероятно, было главной причиной переноса размещений (IPO) многих иностранных компаний, особенно малого и среднего размера, из Нью-Йорка в Лондон в 2002-2006 годах, с другой же – повысило надёжность и стабильность американского фондового рынка в долгосрочной перспективе. Впрочем, уже в 2007 году Нью-Йорк обогнал Лондон по объёму средств, привлечённых компаниями на IPO: суммарный объём средств, привлечённый на биржах Нью-Йорка, составил 76,5 млрд. долл. против 50,4 млрд. долл. в Лондоне (в 2006 году соответствующие показатели составили 54,5 и 55,8 млрд. долл.).

В Великобритании действует гибкая система корпоративного управления, базирующаяся на принципе «соблюдай или объясняй». «Объединённый кодекс корпоративного управления» включает ряд рекомендаций: разделение должностей председателя Совета директоров и генерального директора (СЕО), ограничение продолжительности контракта СЕО, минимальное число независимых директоров, требования к аудиту, вознаграждению менеджеров и

т.п. Публичные компании обязаны следовать этим рекомендациям или объяснять в своем годовом отчете причины обратного. Такая система не навязывает единый стандарт для всех фирм и позволяет им выбрать оптимальное сочетание принципов корпоративного управления. Исследования показывают, что такая система успешно работает и британские компании заметно улучшили практику корпоративного управления за последние 15-20 лет.

В странах континентальной Европы, Азии и Латинской Америки большинство корпораций имеют крупных акционеров, которыми часто являются основатели компании, другие корпорации, банки или государство. Таким образом, многие компании связаны друг с другом через перекрестную структуру собственности и являются частью холдингов или финансово-промышленных групп. Для такой инсайдерской (сетевой) модели характерны *внутренние* механизмы корпоративного управления, когда контролирующий акционер через Совет директоров и систему вознаграждения менеджеров может эффективно осуществлять стратегическое управление компанией. При этом интересы сотрудников (через профсоюзы), общества (через государство) и других контрагентов также учитываются при принятии решений в компании. В странах с инсайдерской моделью преобладает финансирование через банковские кредиты, а потому рынки капитала менее развиты, чем в США и Великобритании, и на биржах котируется меньше компаний.

Достаточно высокие стандарты корпоративного управления и эффективная система мониторинга компаний действуют в Сингапуре, Гонконге и Франкфурте. Кодексы корпоративного управления были разработаны и в других развивающихся МФЦ – в Мумбаи, Шанхае и Дубае, однако практика следования стандартам отстает от уровня развитых стран.

2) Уровень развития национального рынка

а) Разнообразие финансовых инструментов

Мировыми лидерами с точки зрения спектра предлагаемых финансовых инструментов являются Лондон и Нью-Йорк. Крупнейшие биржи этих городов –

Лондонская фондовая биржа (LSE) и Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) – предоставляют возможность инвестировать в широкий спектр финансовых инструментов. На LSE и NYSE котируется соответственно 3 307 и 2 297 акций национальных и иностранных компаний при высокой ликвидности: годовой оборот акций составляет 268% и 191% капитализации соответственно. В качестве противоположного примера можно привести Бомбейскую фондовую биржу (BSE), на которой было проведено более девяти тысяч размещений акций (в основном, в девяностые годы), однако сейчас торги по многим из них не ведутся. В настоящее время на Бомбейской бирже имеют листинг 4 887 компаний, а годовой оборот торгов составляет 19% от капитализации.

NYSE и LSE продолжительное время лидируют по объёмам средств, привлеченных через первичные публичные размещения (IPO) акций. Так, в 2007 году эти биржи провели IPO с суммарным объемом привлеченных средств 76 и 50 миллиардов долларов, соответственно. Только в последние два года, благодаря крупным размещениям китайских компаний, по этому показателю к ним приблизились биржи Шанхая и Гонконга. В 2007 году объемы первичных размещений акций на Шанхайской фондовой бирже превысили 60 миллиардов долларов, а на Гонконгской фондовой бирже было проведено IPO на 37,5 миллиардов долларов.

В наиболее развитых странах рынок государственных и корпоративных облигаций, включающий биржевой и внебиржевой сегменты, является, как правило, не менее развитым, чем рынок акций. Номинальная стоимость выпущенных облигаций в США, Германии и Великобритании превышает ВВП этих стран, но только в США рынок корпоративных облигаций превосходит по объёму рынок государственных облигаций. Это объясняется тем, что при эффективной судебной системе, защищающей права инвесторов, динамично развивающиеся американские корпорации могут в значительной мере финансировать свои проекты за счёт долгового финансирования. Из анализируемых стран, за США по размеру рынка корпоративных облигаций

следуют Германия (1,1 трлн. долл.), Китай (487 млрд. долл.) и Великобритания (453 млрд. долл.).

Важным сегментом рынка облигаций является рынок еврооблигаций – облигаций, размещенных в валюте, отличной от валюты страны эмитента, и торгующихся на внебиржевом рынке среди широкого круга инвесторов из разных стран. Благодаря гибкой системе регулирования, принятой в Великобритании (еврооблигации не подпадают под требования ее национального законодательства), Лондон является лидером на рынке еврооблигаций. Его ближайшими конкурентами являются Сингапур и Токио.

В последнее время возрастает роль производных финансовых инструментов, как на биржах, так и на внебиржевых рынках. На биржах проходит торговля фьючерсами и опционами на широкий спектр базовых активов: акции, облигации, индексы, процентные ставки, сырьевые товары и т.д. При этом биржа выступает центральным контрагентом и требует у участников торгов поддержания гарантийных фондов (маржи). По состоянию на начало 2008 года в мире открытые позиции по опционам составляли 28 триллионов долларов, а по фьючерсам – 52,5 триллиона долларов. Большая часть этих инструментов торговалась на американском рынке (52% и 56%, соответственно). Наиболее популярными являются опционы и фьючерсы на процентные ставки (95% и 84%, соответственно), за ними следуют опционы и фьючерсы на биржевые индексы акций.

Крупнейшими мировыми площадками по торговле производными инструментами являются CME Group, Euronext.liffe и Eurex. CME Group образовалась в 2007 году при слиянии Чикагской товарной биржи (Chicago Mercantile Exchange, CME) и Чикагской торговой палаты (Chicago Board of Trade, CBOT), к которым в 2008 году присоединилась и Нью-Йоркская товарная биржа (New York Mercantile Exchange, NYMEX). Международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE) с 2002 года входит в группу Euronext, а после слияния последней с Нью-Йоркской фондовой биржей в 2007 году является частью

группы NYSE-Euronext. Eurex, которую контролирует Deutsche Boerse, является крупнейшей биржей фьючерсов и опционов на европейские базовые активы.

Биржевой рынок фьючерсов и опционов значительно уступает по объёму открытых позиций внебиржевому рынку, на котором торгуются форварды, свопы и опционы. На начало 2008 года наибольший объем по номинальной стоимости открытых позиций занимали процентные деривативы (393 трлн. долл.), из них большую часть составляли процентные свопы (309 трлн. долл.). Следующие по популярности деривативы – это валютные форварды, свопы и опционы (56 трлн. долл.), среди которых больше всего инструментов на пару евро-доллар. Также важную роль играют кредитные свопы (credit default swaps, CDS) (58 трлн. долл.), форварды и опционы на сырьевые товары (9 трлн. долл.) и на акции (8.5 трлн. долл.).

б) Уровень развития финансовой инфраструктуры

Финансовые системы разных стран отличаются по структуре и степени интегрированности основных элементов инфраструктуры рынка: депозитариев, клиринговых компаний, расчетных центров и бирж.

Финансовая инфраструктура Лондона является наиболее конкурентной, при этом её организационная структура остается прозрачной и понятной для инвесторов. Все торги акциями и облигациями происходят на Лондонской фондовой бирже (LSE), торговля деривативами – в основном, на Euronext.liffe. Кроме этого, есть несколько специальных площадок для торговли деривативами на сырьевые товары: Лондонская биржа нефтепродуктов (London Petroleum Exchange, LPE), Лондонская биржа металлов (London Metal Exchange, LME), Лондонская биржа золота (London Gold Exchange, LGE) и т.д. В Лондоне имеется большое количество организаций, которые могут заниматься клиринговой деятельностью, но все они являются членами Лондонской клиринговой палаты (LCH.ClearNET). Расчёты проводятся через британско-ирландское подразделение международного центрального депозитария (ICSD) Euroclear (ранее функционировавшее как центральный депозитарий Великобритании CREST),

которое позволяет также депонировать иностранные ценные бумаги для их прямого обращения на Лондонской бирже.

В США, помимо крупнейшей биржи NYSE, в Нью-Йорке действуют крупные биржи NASDAQ (торговля акциями высокотехнологичных компаний) и AMEX (торговля акциями молодых компаний и инвестиционных фондов), а в Чикаго – биржи, торгующие производными инструментами (CME Group). В США учёт, клиринг и расчёты по ценным бумагам на национальном рынке производятся в основном в рамках вертикально интегрированной Depository Trust and Clearing Company (DTCC). Платежи в основном совершаются в режиме реального времени (RTGS) через систему ФРС Fedwire, а клиринг по международным сделкам – через Лондонскую клиринговую палату (LCH.Clearnet).

Финансовые инфраструктуры Гонконга, Сингапура и Германии являются централизованными. Гонконгская клиринговая компания (HKSCC) использует Централизованную расчётно-клиринговую компанию (CCASS) при проведении операций со всеми разрешёнными ценными бумагами, торгующимися на Гонконгской фондовой бирже (SEHK). Все расчёты проводятся по схеме T+2. Сингапурская биржа (SGX) является саморегулируемой организацией, которая управляется Денежно-кредитной администрацией Сингапура (MAS). Все акции хранятся в электронном виде в Центральном депозитарии (CDP), через который осуществляются все клиринговые и расчётные операции и который является дочерней компанией Сингапурской биржи. CDP является основным номинальным держателем акций. Все расчёты проводятся по схеме T+3. Во Франкфурте работает единая вертикально интегрированная система расчётов и клиринга под контролем Deutsche Boerse (FSE, Eurex, Clearstream).

В Индии действует финансовая система с двумя депозитариями и одним клиринговым центром. Депозитарии создавались при биржах: Центральная депозитарная система (CDS) – при Бомбейской бирже (BSE), а Национальный депозитарий ценных бумаг Индии (NSDI) – при Национальной фондовой бирже Индии (NSE). Услугами этих депозитариев пользуются ещё 23 меньшие по размеру национальные биржи Индии. Единая национальная расчётно-

клиринговая система (NSCCL) производит нетто-расчёты членов клиринговой палаты в бездокументарной форме, а также осуществляет клиринговые и расчётные функции в сегменте опционов и фьючерсов, торговля которыми происходит на Национальной бирже (NSE).

В Китае существует два вертикально интегрированных депозитария: Китайская депозитарно-клиринговая корпорация (CSDCC) производит расчётные и клиринговые операции с акциями, а небанковское учреждение CDC – клиринг сделок на рынке инструментов с фиксированной доходностью. В Китае также создана современная система электронных торгов с множеством представительств в городах страны, что упрощает работу большого числа индивидуальных инвесторов, получающих доступ к рынку через брокеров.

с) Наличие рынка для молодых и быстрорастущих компаний

Для более динамичного развития фондового рынка в современном финансовом центре необходимо наличие специальных торговых площадок, которые упрощают приобретение листинга для небольших быстрорастущих компаний.

Первая подобная площадка, LSE AIM, появилась на Лондонской фондовой бирже в 1995 году. В отличие от основной площадки LSE, размещение на AIM осуществляется по отдельным правилам, которые предъявляют более мягкие требования к эмитенту: снимаются ограничения на операционные показатели (выручка, прибыль) компании до момента выпуска, отсутствуют ограничения на рыночную капитализацию, количество акционеров и срок деятельности компании. LSE AIM занимает лидирующую позицию на рынке IPO для молодых компаний: с момента ее основания, более 2,500 компаний провели размещения, многие из них затем получили листинг на основной площадке LSE.

В Америке появление рынка для молодых и быстрорастущих компаний было связано с двумя торговыми площадками: AMEX и OTC Bulletin. AMEX проиграла в конкурентной борьбе NASDAQ, поэтому была вынуждена сконцентрироваться на организации торговли опционами и паями инвестиционных фондов, а также акциями компаний малого и среднего бизнеса. OTC Bulletin Board – это

организация электронных торгов акциями, не попавшими в листинг NASDAQ или других бирж. В OTC Bulletin Board попадают либо молодые и неизвестные компании, либо компании, которые перестали удовлетворять требованиям биржи по капитализации или минимальной цене акции, и вследствие этого прошли процедуру делистинга.

В Индии площадка для молодых и динамичных компаний появилась только в 2005 году. Бомбейская биржа и несколько других индийских бирж создали альтернативную национальную платформу BSE IndoNext для торговли акциями и облигациями молодых и быстрорастущих компаний. В IndoNext торгуются свыше 500 компаний, но ликвидность остается низкой (3-4% от оборота Бомбейской биржи). В Индии также пытались создать аналог американской NASDAQ для торговли акциями высокотехнологичных компаний – Over the Counter Exchange of India (OTCEI), но этот проект не имел успеха, даже несмотря на слияние с Национальной биржей Индии в 2000 году.

В Китае пока нет отдельной площадки для молодых и быстрорастущих компаний, но правительство планирует поддерживать выпуск акций молодых и быстрорастущих компаний на специальной площадке в составе Шэнчжэньской биржи, а также создать третью самостоятельную биржу. По мнению государства, компании, акции которых будут торговаться на третьей площадке, должны будут иметь возможность переместиться на основную площадку в Шанхае.

d) Развитость институциональных инвесторов

США, безусловно, являются лидером по уровню развития институциональных инвесторов, на которых приходится свыше 50% всех активов на национальном рынке ценных бумаг, причем среди них одинаково хорошо представлены пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды и страховые компании. Это объясняется высоким уровнем развития системы частных пенсионных накоплений, платного высшего образования, страховой индустрии и сопутствующей ей платной медицины, ипотечного кредитования с возможностью секьюритизации кредитов банками и т.д. Необходимо также отметить наличие в США различных благотворительных фондов и фондов целевого капитала

(endowment) у крупнейших частных университетов. По некоторым оценкам, на таких инвесторов приходится до 500 миллиардов долларов активов; один только фонд Гарвардского университета управляет активами на сумму свыше 20 миллиардов долларов. Развитость институциональных инвесторов в Великобритании также высокая – на них приходится до 50% инвестиций на национальном фондовом рынке.

В Германии доля институциональных инвесторов на фондовом рынке невелика: менее 20% активов, из них только 5% приходится на пенсионные фонды. Это связано с тем, что социальные гарантии в виде щедрого пособия по безработице и государственной пенсии снижают у населения стимулы для сбережения и уменьшают потребность в частных пенсионных фондах.

Международным финансовым центрам в Сингапуре и Гонконге в краткие сроки удалось создать благоприятные условия для работы институциональных инвесторов и увеличить их роль на национальном рынке. В первую очередь, ряд мер касался создания частных пенсионных фондов и привлечения населения на фондовый рынок через институты коллективных инвестиций. Также эти государства упростили доступ иностранных институциональных инвесторов на свой фондовый рынок, что способствовало повышению ликвидности рынка и, как следствие, повысило привлекательность работы национальных институциональных инвесторов.

Значительный прорыв в сфере привлечения институциональных инвесторов совершил Китай. На текущий момент их доля на китайском фондовом рынке составляет 44%, причем среди них присутствуют как крупные инвестиционные фонды, так и страховые компании. Однако следует отметить, что большинство среди них – это иностранные инвесторы, которые пришли в Китай после смягчения требований по инвестициям в акции класса «А» для квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (QFII). Что касается местных институциональных инвесторов, то их уровень развития все еще остается незначительным.

В Индии развитость национальных институциональных инвесторов остается недостаточной – на их долю приходится не более 20% фондового рынка, из них только 5% – на коллективные инвестиции. В Индии до сих пор остается неразвитой частная пенсионная система.

е) Вовлеченность населения в операции на финансовых рынках.

В странах с развитыми международными финансовыми центрами, такими как Лондон, Нью-Йорк, Гонконг и Сингапур, наблюдается высокая вовлеченность населения в операции на финансовых рынках. В этих странах до четверти всех граждан владеют финансовыми инструментами, как через посредников в виде инвестиционных фондов, так и напрямую через брокеров. Высокая активность частных инвесторов в развитых странах может объясняться высоким подушевым доходом и легкостью выхода на фондовый рынок через отделения банков или представительства брокерских контор, а также Интернет-брокеров.

В Индии вовлеченность населения в деятельность фондового рынка остается невысокой – около 7%, из которых только 1% приходится на инвестиции в паевые инвестиционные фонды и прямые инвестиции через брокеров.

В Китае в последнее время наблюдается бум частных инвестиций в национальный фондовый рынок. Этому способствует широкая сеть брокеров, имеющих представительства в крупных городах, а также возможность совершать сделки через сеть Интернет. На текущий момент услугами брокеров пользуются около 3 миллионов человек. Однако учитывая размеры населения страны, этот показатель следует признать достаточно низким. Кроме того, в Китае относительно слабо развиты институты коллективных инвестиций.

ф) Использование рейтингов независимых агентств

В развитых странах рейтинги мировых агентств (Standard&Poor's, Moody's, Fitch) широко используются в регулировании финансовых рынков. В США пенсионные фонды имеют ограничения по рейтингу облигаций и по их доле в общем портфеле, некоторые фонды коллективных инвестиций устанавливают собственные правила инвестирования в облигации с рейтингом ниже инвестиционного.

В некоторых развивающихся странах кредитные рейтинги начали использоваться сравнительно недавно. В Китае до середины 2007 года обращение государственных и корпоративных облигаций регулировалось национальной комиссией по реформам (NDRC), которая накладывала довольно большие ограничения на оборот облигаций, и поэтому выход на рынок корпоративных облигаций могли себе позволить только крупные государственные компании. С выходом специального закона о Китайской комиссии по ценным бумагам (CSRC) появились четкие требования к рейтинговым агентствам, имеющим право работать на китайском рынке, а также опирающиеся на рейтинги правила инвестирования в облигации для институциональных инвесторов.

3) Интегрированность в глобальные рынки капитала

а) Доступ иностранных участников к национальному финансовому рынку

Ни один из современных финансовых центров не функционирует отдельно от остального мира: размеры национальных экономик недостаточны для того, чтобы обеспечить им необходимый уровень ликвидности. Поэтому интегрированность в глобальные рынки капитала является одним из ключевых факторов конкурентоспособности финансового центра. Доступность финансовых ресурсов, обращающихся на внешних рынках, в первую очередь зависит от системы регулирования потоков капитала, требований по раскрытию информации, и других аспектов финансового администрирования.

При этом абсолютно свободный рынок капитала и низкие требования для эмитентов чреваты излишней волатильностью и появлением недобросовестных участников, особенно на развивающихся рынках. Поэтому, например, Шанхайская фондовая биржа имеет существенные ограничения для иностранных инвесторов, которые должны быть признаны квалифицированными иностранными институциональными инвесторами (QFII) для допуска на биржу. Однако даже в Китае с 2006 года начали действовать новые правила, направленные на привлечение иностранных инвестиционных фондов.

В Мумбаи также существуют некоторые ограничения на деятельность иностранных инвесторов. Чтобы быть допущенным к покупке акций индийских

компаний, иностранный инвестор должен быть признан Управлением по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) «иностранным институциональным инвестором» (FII). При этом доля участия FII в капитале компании не должна превышать 5%. По состоянию на март 2007 года было зарегистрировано 986 FII. К индийцам-нерезидентам (NRI) и иностранцам со статусом «лиц индийского происхождения» (PIO) применяются более простые правила инвестирования.

Однако подобная ограничительная практика может не позволить финансовому центру стать действительно международным. Поэтому ведущие мировые финансовые центры имеют минимальные ограничения для иностранных участников.

b) Доступ внутренних инвесторов к активам, торгующимся за рубежом

Практически во всех крупных финансовых центрах отсутствуют ограничения на вложения отечественных инвесторов в зарубежные активы, различия заключаются лишь в вопросах налогообложения. Чуть ли не единственным исключением является китайский фондовый рынок, где частным инвесторам достаточно проблематично инвестировать за рубеж из-за существенных ограничений. Однако последние инициативы Народного банка Китая направлены на снятие этих ограничений и даже на поощрение инвестиций в зарубежные активы с целью недопущения перегрева внутреннего рынка.

c) Доступ иностранных активов к обращению и размещению в стране

В силу развитой инфраструктуры, высокой ликвидности и присутствия крупных инвесторов ведущие биржи привлекают много иностранных компаний, даже несмотря на более жесткие требования к получению листинга и более высокую стоимость размещений, чем на их национальных фондовых рынках. Нью-Йоркская и Лондонская фондовые биржи позволяют иностранным эмитентам проводить размещение своих акций через депозитарные расписки: соответственно, американские (ADR) и глобальные (GDR). Нью-Йорк, несмотря на большой объем рынка, обслуживает преимущественно национальную экономику США: всего лишь 5% капитализации NYSE приходится на ADR. Лондонская фондовая биржа предъявляет к корпорациям менее жесткие

требования по раскрытию информации, чем США (из-за закона Сарбейнса-Оксли), что вместе с отсутствием ограничений по движению капитала делает Лондон наиболее привлекательной площадкой для размещения иностранных эмитентов. В итоге, GDR занимают около 44% капитализации LSE. При этом, одним из лидеров размещения GDR в Лондоне является Индия (более 500).

Сингапур стал центром по размещению и торговле акциями и облигациями в Азии, установив очень мягкие требования для иностранных инвесторов и компаний-нерезидентов, отменив ограничения на репатриацию доходов и капиталов и валютные операции нерезидентов, и разрешив эмитентам использовать отчетность по МСФО и US GAAP. Доля иностранных компаний на Сингапурской бирже превышает 30%, а наличие листинга в Сингапуре является сигналом качества эмитента.

Гонконг ориентируется прежде всего на материковый Китай. Из 979 компаний, зарегистрированных на основной площадке Гонконга HKEx, лишь 5 являются иностранными, а 156 компаний, обеспечивающих половину всей капитализации биржи, представляют материковый Китай. При этом более трети капитализации рынка акций приходится на иностранных эмитентов.

Национальные программы депозитарных расписок также есть на некоторых развивающихся рынках, например, у Бразилии (BDR), Индии (IDR) и Китая (CDR), но они не получили столь широкого распространения как ADR и GDR.

d) Соответствие национальных стандартов бухгалтерской отчетности мировой практике

Необходимо отметить особую важность соответствия национальных стандартов бухгалтерской отчетности международным (МСФО или US GAAP), что облегчает возможность их использования при выходе на биржу. Почти все международные финансовые центры допускают либо требуют использование МСФО компаниями-эмитентами.

4) Квалифицированный персонал

Важнейшим условием для развития финансовой индустрии является наличие емкого, конкурентного рынка труда, особенно высококвалифицированных сотрудников. Существует два способа увеличения предложения квалифицированного персонала: развитие человеческого капитала внутри страны и привлечение рабочей силы из-за рубежа.

а) *Уровень финансового образования*

Подготовка кадров внутри страны требует наличия развитой системы высшего образования и специализированных программ переобучения и повышения квалификации в области экономики и финансов. Наиболее продвинутая система бизнес-образования сложилась в Соединенных Штатах. Большое количество американских университетов и бизнес-школ занимают лидирующие позиции по образовательным программам и научным исследованиям в области финансов и привлекают лучших аспирантов и профессоров со всего мира. Многочисленные программы MBA предоставляют широкий выбор специализации, сроков и времени обучения (например, за 1 год или 2 года, с отрывом или без отрыва от работы) для разных категорий студентов (например, executive MBA для топ-менеджеров). Многие из них стабильно входят в число лучших в мире (Stanford, Wharton, Chicago GSB и т.д.). Отметим, что в лучших американских университетах оптимально сочетаются научная и образовательная компоненты: профессора ведут передовые исследования и это помогает им поддерживать высокий уровень преподавания; в то же время общение со студентами MBA позволяет профессорам ежедневно отслеживать потребности и настроения бизнеса.

Достаточно развитая система высшего образования существует и в Великобритании, где много конкурентоспособных университетов и несколько бизнес-школ мирового уровня (в первую очередь, Лондонская бизнес-школа – LBS). В Германии доля людей с высшим образованием также велика, но в силу некоторой «косности» и чрезмерной академичности немецкого высшего образования выпускники немецких университетов хуже подготовлены в области

финансов. Для борьбы с этой проблемой была инициирована специальная программа «Финансовое поле Германии».

Страны с развивающимися МФЦ изначально отставали от лидеров по уровню развития человеческого капитала и ощущали сильную нехватку квалифицированных кадров. Тем не менее, государственные программы развития образования привели к выдающимся результатам. На сегодняшний день в Гонконге, Шанхае, Сингапуре и Мумбаи построена гибкая, подстраивающаяся под потребности бизнеса система высшего образования. Средний уровень университетов с точки зрения качества исследований и преподавания по-прежнему уступает американскому, что ведёт к активной «утечке мозгов». Однако в каждой из этих стран уже действуют отдельные университеты и бизнес-школы мирового уровня, которые входят в число 20 лучших в мире по отдельным программам.

Другой способ повышения качества высшего образования применяется в Дубаи: вместо того, чтобы развивать местные ВУЗы, была реализована государственная программа по привлечению иностранных университетов. Государство субсидирует открытие филиалов и оплачивает обучение студентов.

b) Визовый и миграционный режим

При недостаточно емком национальном рынке труда, для развития МФЦ необходимо привлекать квалифицированный персонал из других стран. Этот подход в большей или меньшей степени реализован во всех МФЦ, поскольку внутренние человеческие ресурсы либо недостаточны, как в Лондоне, либо недостаточно квалифицированы, как в Китае или Индии. Так, в Лондоне более 30% работников, «обслуживающих» МФЦ, являются иностранцами. Привлечению иностранцев способствует упрощённый визовый и миграционный режим (система въезда и выезда, регистрации, оформления разрешений и т.п.).

В Великобритании и США действует достаточно либеральный визовый режим для квалифицированных иностранных граждан. Так, в США после существенного ужесточения въездных правил вследствие теракта 11 сентября порядок получения рабочей визы типа H1B (для квалифицированных сотрудников

и студентов) практически не усложнился. Кроме того, в США, помимо упрощённых правил выдачи рабочей визы для лиц с высоким уровнем образования в определенных областях или большим опытом работы по определенным специальностям, вплоть до последнего времени существовал также закон, позволяющий безвизовый въезд с правом на работу для граждан большинства развитых стран (Visa Waiver). С июля 2008 года эта процедура претерпела изменения: от граждан стран-участниц требуется подать заявку за 72 часа до отъезда. Полученная таким образом виза даёт право на многократный въезд в течение 2-х лет.

В Великобритании существует аналогичная система: упрощённый визовый режим для квалифицированных мигрантов и безвизовый въезд для граждан из стран Европейской экономической зоны и Швейцарии. Как в Великобритании, так и в США иностранец имеет право претендовать на получение статуса резидента, что облегчает проживание в стране (резиденты пользуются практически всеми правами граждан, кроме права голоса на выборах). Такой либеральный визовый режим позволяет Нью-Йорку и Лондону поддерживать свой статус глобальных финансовых центров и привлекать иностранных сотрудников, инвесторов и профессиональных участников рынка.

Аналогичные тенденции наблюдаются и в визовом режиме других стран, на территории которых расположены международные бизнес-центры. Индия, Сингапур, Китай обеспечивают достаточно лёгкое получение рабочей визы для специалистов. Также, все эти страны позволяют иностранцу получить статус резидента. В любой из них при получении рабочей визы такой мигрант может также получить долгосрочную визу на въезд (без права на работу) для супруга/супруги и иждивенца.

с) Гибкость и емкость рынка труда

Учитывая высокую цикличность финансовой индустрии, гибкость и емкость рынка труда является важным условием развития МФЦ. Компании, работающие в МФЦ, должны иметь возможность быстро нанять большое количество персонала

(что требует большого количества квалифицированных кадров) или быстро сократить штат (что требует гибкого трудового законодательства).

С наименьшими административными и финансовыми барьерами при найме и увольнении сотрудников компании сталкиваются в Гонконге. На сегодняшний день ещё только два МФЦ совмещают все упомянутые качества: Лондон и Нью-Йорк имеют достаточно гибкое законодательство, низкие барьеры для найма и увольнения сотрудников, а также емкий рынок труда, включающий как местных, так и иностранных специалистов.

Среди других МФЦ выделяются Дубай и Франкфурт. В Дубае 90% сотрудников являются иностранными резидентами, причём местное трудовое законодательство находится в большей мере на стороне нанимателя, а иностранца за нарушение трудового соглашения ждёт экстрадиция. Во Франкфурте же ситуация диаметрально противоположна: жёсткое трудовое законодательство и сильные профсоюзы существенно усложняют процесс увольнения сотрудника, что в сочетании с высоким уровнем оплаты труда создаёт существенные проблемы для компаний.

Для остальных центров характерен средний уровень формальных барьеров, и основной проблемой является узость рынка труда квалифицированных специалистов – как национального рынка, так и возможностей по привлечению иностранцев.

5) Социальная инфраструктура и бизнес-инфраструктура

а) Знание и использование английского языка

Английский язык является основным языком коммуникаций в деловом мире. Для комфортного пребывания иностранцев в МФЦ важно отсутствие или, по крайней мере, минимальное ощущение языкового барьера.

Все МФЦ можно разделить на две группы по статусу английского языка: государственный, широко распространённый язык, или язык только для делового общения (с иностранцами). В первую группу входят Лондон, Нью-Йорк и, в какой-то степени, Сингапур, где английский язык является государственным и

повсеместно распространён. В Мумбаи английский язык более распространён, чем местный диалект, хотя в июне 2008 года там начата кампания по уменьшению роли английского языка на территории города. Франкфурт после окончания Второй мировой войны некоторое время находился в оккупационной зоне США, а затем оставался важным деловым центром, что способствовало достаточно высокому проникновению английского языка.

Английский не является государственным языком в Китае и ОАЭ, но активно используется в бизнесе и сфере услуг. Уровень проникновения английского языка (как иностранного) составляет больше 60%, все указатели на улицах дублируются на английском.

Интересен опыт Шанхая, рассматривавшего своё отставание в плане использования английского языка как слабое место при построении МФЦ. В 2001 году была запущена образовательная программа, в рамках которой было удвоено число часов английского языка в школах, многие школы перешли на преподавание основных предметов на двух языках. В результате, сейчас даже между собой местные жители зачастую общаются на смеси двух языков: английского и мандаринского диалекта китайского языка.

b) Качество и стоимость жизни

Для того чтобы повысить привлекательность МФЦ для работающих в нем людей, необходимо обеспечить комфортные условия жизни и работы, что особенно важно для иностранных специалистов. К основным показателям развитости социальной инфраструктуры можно отнести наличие гостиниц и ресторанов, доступ к прачечным и химчисткам, широкое распространение банкоматов и супермаркетов, качество медицинского обслуживания, уровень безопасности и т.д.

Среди существующих МФЦ наблюдается чёткое деление на группы по уровню развития социальной инфраструктуры. Лондон, Нью-Йорк и Франкфурт в силу исторических причин имеют наиболее развитую инфраструктуру. Сингапур, Дубай и Гонконг имеют определённые проблемы, но находятся достаточно высоко в рейтинге качества жизни. Мумбаи и Шанхай, несмотря на

стремительный рост, всё ещё обладают недостаточно развитой социальной инфраструктурой.

с) Жилищная инфраструктура

Качество жилищной инфраструктуры (наряду с транспортной системой) является важным фактором, определяющим привлекательность МФЦ с точки зрения работающих в нем людей. В последние несколько лет все рассматриваемые города инициировали программы по развитию жилищного фонда и улучшению инфраструктуры.

Как следствие быстрого роста населения, даже в ведущих МФЦ наблюдаются транспортные проблемы и дефицит жилых площадей. В Лондоне эта проблема была отчасти решена за счёт создания финансового центра Canary Wharf, что позволило разгрузить транспортные потоки через центр города и использовать для проживания сотрудников ближайшие города-спутники. В Нью-Йорке эта проблема стоит гораздо острее, поскольку финансовый центр находится в центре города, что порождает и транспортные, и жилищные проблемы.

Строившиеся изначально с прицелом на роль финансовых и бизнес-центров, Гонконг и Дубай обладают наиболее развитой жилищной инфраструктурой. Однако существенным минусом этих городов следует считать дороговизну жилой недвижимости. И если в Гонконге это вызвано естественными географическими причинами, то в Дубае дефицит жилой недвижимости в скором времени будет устранён за счёт активного строительства.

Мумбаи и Шанхай характеризуются низким уровнем жилищной инфраструктуры. Так, Мумбаи страдает из-за низкого качества водо- и энергоснабжения и ливневой канализации. В Шанхае, несмотря на проект по улучшению жилищного фонда, реализуемый с 1987 года, по-прежнему большая часть жилой недвижимости представлена домами низкого качества.

d) Офисная недвижимость и инфраструктура

Развитая офисная инфраструктура Лондона, Нью-Йорка и Франкфурта – в первую очередь, результат длительной экономической и политической стабильности. Но и здесь есть различия: Франкфурт обеспечен достаточным

количеством офисных помещений, а в Нью-Йорке наблюдается их дефицит. В Лондоне с появлением нового финансового района Canary Wharf нет проблем с офисной недвижимостью. Несмотря на активное строительство, современная офисная инфраструктура в Дубае и Мумбаи пока характеризуется высокой стоимостью аренды. В силу понятных причин – нехватки земли – самые дорогие офисные помещения находятся в Гонконге.

е) Транспортная система

Наличие развитой транспортной системы, позволяющей снизить потери времени – явное конкурентное преимущество для МФЦ. Лондон, Нью-Йорк, Гонконг, Сингапур, Франкфурт, Дубай и Шанхай уже имеют эффективную транспортную инфраструктуру и, в первую очередь, налаженное сообщение между аэропортами и городом. В Гонконге около 90% ежедневных поездок (11 млн.) совершаются на общественном транспорте, что является самым высоким показателем в мире, а международный аэропорт Гонконга неоднократно признавался мировым лидером.

Аэропорт Чанжи соединяет Сингапур со 158 городами 58 стран и традиционно признается одним из лучших в мире (например, 1 место в рейтинге *Skytrax* в 2006 году). Высокоэффективна и транспортная система Сингапура в целом, включая разветвленную систему автодорог, а также удобное метро (*Mass Rapid Transit*), функционирующее с 1987 года. При этом владение и пользование личным автомобильным транспортом ограничено высокими налогами и платой за проезд, что помогает сдерживать интенсивность дорожного движения.

В Шанхае за достаточно короткий срок создана одна из самых передовых транспортных систем в Китае, включающая современный аэропорт с удобной транспортной связью с городом.

Все МФЦ, за исключением Франкфурта, в той или иной степени сталкиваются с проблемой загруженности дорог, но наиболее остро она стоит перед Мумбаи.

ф) Электронные коммуникации

Широкое использование Интернета и легкий доступ к нему – еще одна составляющая бизнес-инфраструктуры конкурентоспособного МФЦ. В то время как в Великобритании, США, Гонконге, Сингапуре, Германии и Эмиратах число интернет-пользователей составляет в среднем 491 на 1,000 человек населения, в Индии и Китае этот показатель примерно в пять раз ниже. В этих странах осознается необходимость дальше развивать этот сектор, прокладывая качественные, современные телефонные линии и инвестируя в беспроводные технологии связи. Так, в Сингапуре запущена программа по созданию коммуникационной инфраструктуры *Call-for-Collaboration*, в рамках которой за счет партнерства компаний *Wireless@SG*, *SingTel*, *iCell* и *QMax* создана бесплатная сеть беспроводной связи, покрывающая всю территорию города.

Также важным является наличие информационных сайтов всех государственных органов: во Франкфурте, Шанхае и Дубае вся информация на таких сайтах доступна также и на английском языке.

б) Общая конкурентоспособность

а) Имидж и бренд МФЦ

Общая конкурентоспособность МФЦ находится в прямой зависимости и от развитости его бренда. Ежедневные упоминания в СМИ о LSE, NYX, SGX, Deutsche Boerse и DIFC усиливают их позиции как лидирующих международных финансовых центров. Репутация и позитивный имидж служат своеобразным знаком качества, который признается во всем мире и поддерживает ожидания будущего роста рынков капитала, привлекая дополнительные инвестиции.

б) Доверие бизнеса и потребителей

Естественно, МФЦ не может состояться без высокого уровня доверия к нему со стороны бизнеса и потребителей. Освободив участников рынка от жестких процедур регулирования, Великобритания, США, Гонконг, Сингапур и Германия вошли в группу стран, наиболее благоприятных для ведения бизнеса, – занимая шестое, третье, четвертое, первое и двадцатое место, соответственно, в списке из 178 стран согласно Индексу сложности ведения бизнеса (*Ease of doing business*),

ежегодно составляемому Всемирным Банком. Тем самым, эти страны продемонстрировали, что предлагают привлекательные условия для иностранного капитала. Менее развитым странам все еще приходится бороться с излишней зарегулированностью и бюрократией: Индия, Китай и Россия занимают низкие позиции в этом рейтинге. Похожее разделение обнаруживается и в индексах доверия и коррупции, что свидетельствует о необходимости дальнейшей дебюрократизации в странах BRIC.

с) Финансовая грамотность населения

Одним из стратегических факторов развития МФЦ является повышение финансовой грамотности населения, что способствует привлечению инвестиционных ресурсов на национальный финансовый рынок и формированию предложения на рынке труда в финансовом секторе. Великобритания, США и Германия имеют сложившуюся культуру участия населения в финансовых рынках, занимают высокие позиции в индексе развития человеческого потенциала. Вместе с тем, по данным опросов населения, четыре из 10 американцев не откладывают средства на пенсию. Поэтому в 2002 году был создан Отдел финансового образования в министерстве финансов США, а в 2003 году – Комиссия по финансовому образованию и грамотности при Конгрессе США. Действуют также специальные программы повышения финансовой грамотности детей, сотрудников компаний и т.д. В Великобритании решать аналогичные задачи призваны многочисленные программы повышения финансовой грамотности (Personal Finance Education Group, Credit Action, The Talking Economics Project, Citizens Advice Bureau и т.д.).

Гонконг и Сингапур на протяжении последних двадцати лет также активно формируют культуру финансовой грамотности. Например, в Сингапуре в 2004 году была запущена программа по повышению финансовой грамотности школьников совместно с Центробанком, Министерством образования и международной платежной системой VISA. В Гонконге в 2005 году Citigroup запустила серию финансовых семинаров (The Hong Kong Citigroup Financial Education Series) для семей и местных сообществ. ОАЭ также смогли добиться

удовлетворительного уровня финансовой грамотности среди населения. Китаю и Индии еще предстоит серьезная работа по обучению населения азам финансовой грамотности.

d) Экономическая свобода

Гонконг и Сингапур занимают первые два места в Индексе экономической свободы благодаря высоким показателям защищенности прав собственности, низкому налогообложению, эффективности регулирования финансовых рынков, открытости торговли, низкой инфляции и низким политическим рискам. По похожим причинам, Великобритания, США и Германия также отличаются высоким индексом экономической свободы. Особое внимание стоит обратить на Эмираты: по сравнению с другими развивающимися странами, консервативное мусульманское государство сумело добиться сравнительно высокого уровня экономической свободы – в первую очередь, за счет либеральной налоговой политики, отсутствия торговых барьеров, относительно низкой коррупции и гибкого рынка труда.

e) Уровень коррупции

В соответствии с индексом коррупции среди государственных служащих *Transparency International*, в 2007 году Гонконг, Сингапур, Великобритания и Германия вошли в первую двадцатку наименее коррумпированных стран мира.

f) Политические риски

Политические риски связаны с действиями государства как внутри страны, так и за ее пределами, которые делают невозможным исполнение договорных обязательств, проведение финансовых операций, а также нормальное ведение бизнеса. Политические риски – это война, революция, гражданские волнения, политическая нестабильность, возможность национализации, экспроприации и конфискации. По данным Всемирного Банка, самые низкие политические риски в Гонконге, Сингапуре и Германии. С небольшим отрывом за ними следуют Эмираты, Великобритания и США. Существенно отстают страны BRIC, для которых эти риски достаточно актуальны. Имидж Индии в глазах инвесторов сильно пострадал в результате национализации банковского сектора в 1980-е

годы. Развитие китайской экономики, а также финансовой системы во многом зависит от государственной политики.

г) Экономическое развитие

Конкурентоспособность МФЦ также определяется уровнем экономического развития страны в целом. Великобритания, США и Германия входят в число самых крупных экономик мира и имеют высокие показатели дохода на душу населения. Гонконг и Сингапур входят в число наиболее динамичных стран со средним темпом роста ВВП от 6 до 7% в год. Индия и Китай являются крупнейшими развивающимися рынками, демонстрируют высокие темпы экономического роста и стремятся к диверсификации экономики. Однако подушевой доход там остается низким, а социальное неравенство – высоким. Тем не менее, всем вышеназванным странам удается удерживать инфляцию в рамках 3%, и макроэкономическая ситуация здесь оценивается как достаточно привлекательная.

7) Ближайшие конкуренты российского международного финансового центра: Польша и Казахстан

Ближайшие соседи России, Польша и Казахстан, уже разработали программы превращения в МФЦ Варшавы и Алматы, соответственно. В силу их географического положения, Варшаву можно считать конкурентом Москвы в отношении стран Центральной и Восточной Европы, прежде всего Украины, а Алматы – в отношении среднеазиатских стран.

Польша занимает достаточно сильные стартовые позиции для превращения Варшавы в региональный МФЦ. Польша – крупнейшая страна в регионе (население свыше 38 млн. чел.), ее экономика – одна из наиболее развитых и динамичных (в 2007 г. ВВП вырос на 6,5% до \$420 млрд.). Варшава является ведущим бизнес-центром в стране и входит в число 20 наиболее привлекательных городов в Европе по условиям ведения бизнеса (рейтинг European Cities Monitor).

Главным инициатором создания МФЦ выступает Варшавская фондовая биржа (WSE), которая сейчас принадлежит государству, но в ближайшие годы

станет публичной компанией. WSE является крупнейшим фондовым рынком в регионе с точки зрения капитализации, оборота, инструментария, инфраструктуры и привлечения иностранных инвесторов (на WSE котируется 364 компании, включая 25 иностранных; около трети оборота приходится на нерезидентов). WSE активно привлекает новых эмитентов, особенно среди иностранных компаний среднего размера, относительно низкой стоимостью размещения.

Государство поддерживает развитие национального фондового рынка и формирование МФЦ в Варшаве. Польское правительство стремится к привлечению в Варшаву региональных штаб-квартир крупных банков. Кроме того, польский регулятор рынка ценных бумаг требует, чтобы бывшие крупные польские, а теперь дочерние иностранные банки сохранили котировки своих акций на Варшавской фондовой бирже.

Важным фактором для экономического роста Польши и формирования МФЦ является членство в Европейском Союзе, а значит, соответствие национального законодательства нормам ЕС и доступ к европейскому капиталу. В 2005 году приняты три закона, способствующие внедрению европейских стандартов: «Закон о торговле финансовыми инструментами», «Закон о публичных размещениях, условиях регулирования финансовых инструментов и публичных компаний», «Закон о надзоре за рынком капитала». Размещение ценных бумаг компании на Варшавской бирже означает выполнение аналогичных требований других европейских бирж и фактически является допуском к включению в их котировальные листы.

Таким образом, основными предпосылками к формированию в Польше регионального МФЦ являются:

- крупнейшая в регионе экономика, высокий потенциальный инвестиционный спрос со стороны внутренних инвесторов;
- поддержка планов по развитию МФЦ со стороны государства;
- интегрированность в ЕС с точки зрения правового режима и доступа к рынкам капитала;

- развитая инфраструктура национального финансового рынка;
- сформировавшийся рынок IPO, специализирующийся на размещении акций для относительно небольших компаний;
- комфортные условия ведения бизнеса.

Наиболее серьезные «узкие места», преодоление которых необходимо для повышения конкурентоспособности Польши по сравнению с другими МФЦ – это совершенствование законодательства (в частности, налоговой системы) и бизнес-инфраструктуры.

В *Казахстане* инициатором создания регионального МФЦ является государство, которое поставило задачу сделать Алматы главным финансовым центром центрально-азиатского региона. Это решение было обусловлено высокими темпами экономического роста (в последние годы от 8 до 10%), получением инвестиционного рейтинга и опережающим развитием национального финансового сектора по сравнению с другими странами СНГ. В 2006 г. вышел закон «О региональном финансовом центре города Алматы» (РФЦА) и было создано Агентство Республики Казахстан по регулированию деятельности РФЦА (АФН РК). Закон описывает особый правовой режим, регулирующий взаимоотношения участников РФЦА, от которых требуется иметь офис на территории Алматы и госрегистрацию, которую выдает Агентство. Кроме того, Агентство осуществляет аккредитацию брокеров и способствует выдаче виз лицам, участвующим в деятельности РФЦА (все услуги – в течение 3 или 5 дней).

В том же году в Казахстане была утверждена «Программа развития регионального финансового центра города Алматы до 2010 года», которая предусматривает государственное финансирование, совершенствование нормативных актов, налоговое стимулирование участников РФЦА. В 2007 г. было создано АО «РФЦА», которое решает задачи институционального развития, привлечения иностранных участников, повышения финансовой грамотности населения, внедрения новых финансовых инструментов, формирования благоприятного имиджа страны за рубежом и т.п. АО «РФЦА» учредило Рейтинговое агентство РФЦА, Академию РФЦА, РФЦА-Медиа, а также

несколько информационно-образовательных центров. В РФЦА действует специализированный финансовый суд, а также единственный специальный арбитраж на территории СНГ.

В стране действует единая инфраструктура фондового рынка, включающая Казахстанскую фондовую биржу (KASE), специальную торговую площадку РФЦА, Казахстанский центр межбанковских расчетов, Центральный депозитарий и т.д. В настоящее время основными инструментами являются корпоративные облигации, секьюритизированные кредиты и валютные деривативы.

Важным преимуществом Казахстана перед другими странами СНГ является достаточно развитая институциональная инфраструктура в финансовом секторе. В результате осуществления банковской, пенсионной и ряда других реформ в Казахстане сложилась концентрированная система банков (Казкоммерцбанк, Тураналем, Халык и др.), пенсионных фондов, страховых компаний и т.д. Ряд казахстанских банков проводит экспансию в Россию и другие страны СНГ через создание дочерних или зависимых банков.

Казахстан также отличается современной системой регулирования финансовых рынков. Национальный банк Казахстана проводит кредитно-денежную политику, а регулятивная и надзорная функции переданы Агентству по регулированию и надзору за финансовыми рынками и финансовыми институтами (АФН), которое является единым регулятором финансовых рынков. Национальный фонд аккумулирует резервы страны для будущих поколений, а Национальный инновационный фонд, Национальный инвестиционный фонд, Банк развития позволяют стимулировать диверсификацию экономики.

Казахстан проводит активную политику по привлечению иностранных инвесторов и финансовых посредников. Создан ряд специальных экономических зон с низким налогообложением, которые привлекли значительные прямые иностранные инвестиции. Ограничения на долю иностранных инвесторов в казахстанских банках отсутствуют.

Доступ к иностранному капиталу, в том числе через выпуск еврооблигаций, обусловил достаточно быстрый рост банков и других финансовых посредников. В

то же время, в условиях продолжающегося с середины 2007 г. кризиса на мировых финансовых рынках большой объем долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте, стал для банков основным фактором риска.

Таким образом, Казахстан выбрал для создания регионального финансового центра стратегию Гонконга, Сингапура и Дубая, которая основывается на применении особого правового режима, предоставлении налоговых льгот и либеральном режиме допуска иностранных участников. Основными конкурентными преимуществами РФЦА являются:

- стабильная макроэкономическая ситуация в стране;
- сильная банковская и пенсионная система;
- активное участие государства в формировании инфраструктуры финансового центра;
- наличие единого регулятора;
- наличие специализированного финансового суда;
- эффективная консолидированная инфраструктура (в частности, наличие центрального депозитария);
- облегченный порядок допуска иностранных финансовых посредников и ценных бумаг высокого качества.

Тем не менее, развитие МФЦ в Казахстане пока идет достаточно медленно. Основная проблема – недостаточная емкость внутреннего рынка, из-за ограниченного инвестиционного спроса. Для успешного развития РФЦА, Казахстану предстоит решить ряд проблем – расширение спектра финансовых инструментов, развитие бизнес-инфраструктуры, повышение прозрачности и уровня раскрытия информации, совершенствование регулирования и надзора, борьба с бюрократизированностью и коррупцией, повышение уровня образования и финансовой грамотности населения.

8) Выводы

Создание конкурентоспособного МФЦ – комплексная задача, которая требует значительного времени и проведения целенаправленной политики со стороны государства. Лидерство МФЦ Лондона и Нью-Йорка во многом обусловлено историческими причинами: в XVIII-XIX веках Великобритания была крупнейшей экономикой в мире, а после Первой мировой войны это место заняли Соединенные Штаты. Однако достижение и поддержание статуса лидера в условиях постоянно усиливающейся конкуренции – это также и результат реализации верной стратегии, выбранной с учётом особенностей страны.

Основные конкурентные преимущества американского МФЦ, включающего Нью-Йорк и Чикаго, - это:

- развитый национальный финансовый рынок, опирающийся на крупнейшую экономику в мире;
- сильные институты – финансовые посредники (инвестиционные банки, брокеры/дилеры и т.д.) и институциональные инвесторы (инвестиционные и пенсионные фонды, хедж-фонды, страховые компании и т.д.);
- лидерство в создании и внедрении финансовых инноваций (новых торговых платформ, деривативов, моделей оценки и т.п.), основанное на передовой системе бизнес-образования и научных исследований в области экономики и финансов.

Основной недостаток американского МФЦ – это достаточно жёсткое (особенно после событий сентября 2001 года) законодательство и сложная, сегментированная система регулирования, которые препятствуют более динамичному развитию новых рынков, особенно с участием иностранных инвесторов. Консерватизм в законодательстве призван снизить риски «перегрева» и волатильности рынка вследствие действий спекулятивных инвесторов, но при недостаточно ответственной политике регулирования со стороны ФРС и SEC эти задачи не до конца выполняются, как показывают образование «пузыря» на фондовом рынке в 1990-х годах и начавшийся летом 2007 года ипотечный кризис.

Великобритания, после утраты положения лидирующей в мире державы, должна была выработать новую стратегию. Её основным преимуществом стали гибкое законодательство и либеральная политика по отношению к иностранным инвесторам и финансовым посредникам. Это позволило Лондону с 1960-х годов стать центром рынков евробумаг (евродолларов, еврооблигаций, евроекселей и т.д.), где проводятся операции с инструментами вне юрисдикции страны их эмитента. С 1986 года правительство Тэтчер проводило последовательную политику дерегулирования и либерализации британских рынков капитала, страховых услуг и валютных операций. Это привело к приходу в Лондон всех ведущих финансовых компаний мира и, как следствие, поглощению глобальными игроками многих британских инвестиционных банков. Опыт приватизации британских госкомпаний в 1980-х годах сделал Лондон лидером в области проектного финансирования, особенно по принципам частно-государственного партнерства.

Правительство Блэра провело в 1997 году радикальную реформу системы регулирования, создав единого регулятора для всех финансовых рынков и институтов, включая коммерческие банки и страховые компании. Созданная в результате FSA реализует гибкую систему регулирования, построенную на принципе «соблюдай или объясняй», которая предоставляет компаниям определенную свободу действий в рамках общих требований и позволяет быстро внедрять новые финансовые инструменты. Такая система предъявляет большие требования к качеству работы регулятора, который должен оперативно реагировать на изменения рыночной конъюнктуры и ситуацию в отдельных компаниях. Важную роль в успехе Лондона также играет высокое качество британской судебной системы, которая на основе прецедентного права и с использованием специализированного суда (LCIA) эффективно защищает права собственности и разрешает коммерческие споры, возникающие при исполнении контрактов.

Лидирующему положению Лондона на глобальных рынках капитала способствует его расположение посередине между Америкой и Азией. В течение

рабочего дня, компании, расположенные в Лондоне, могут вести бизнес практически со всем миром – утром с азиатскими МФЦ и Сиднеем, вечером – с Америкой, и, наконец, почти весь день – с Европой.

В будущем Лондон ожидает роста новых азиатских МФЦ, таких как Дубай, Мумбаи и Шанхай, и видит свою роль в том, чтобы помочь им в формировании законодательной системы и финансовой инфраструктуры по своему образцу. Тогда Лондон станет центром глобальной сети операций, связывающих ведущие мировые МФЦ.

Один из ключевых факторов, способствующих лидерству Нью-Йорка и Лондона – это ёмкий и конкурентный рынок труда в финансовом секторе. Великобритания и Соединенные Штаты имеют долгие традиции привлечения иммигрантов со всех концов мира. Финансовые компании в Нью-Йорке и, особенно, в Лондоне нанимают много иностранцев и их национальность (и гражданство) не является препятствием для развития карьеры. Напротив, предыдущий опыт и связи сотрудников используются для развития партнерских отношений и привлечения клиентов из их стран. Кроме того, существенную роль играет подготовка местных кадров в рамках национальной системы образования, причем на всех уровнях – от базовых курсов по финансам в школе до университетских программ на уровне бакалавра и магистра, программ MBA, а также специализированных программ повышения квалификации.

Ещё один важный фактор успеха Великобритании и США – «родной» английский язык, который используется для коммуникаций на глобальных рынках.

Во многом следуя примеру Нью-Йорка и Лондона, другие международные финансовые центры выбрали два направления развития. Одни центры, такие как Токио и Франкфурт, в основном обслуживают потребности своих национальных экономик и, несмотря на интегрированность в глобальные рынки и значительный объем операций внутри своего региона, остаются локальными МФЦ. Они стремятся к повышению своей конкурентоспособности, но придерживаются эволюционного пути развития.

Другие финансовые центры, такие как Сингапур, Гонконг и Дубай, не имея возможности опереться на достаточный инвестиционный спрос и предложение внутри национальной экономики, с самого начала поставили перед собой амбициозную задачу – стать сначала региональными, а затем и глобальными МФЦ. Для выполнения этой задачи они реализовывали достаточно радикальные программы действий, нацеленные на доведение ключевых элементов МФЦ (законодательства, регулирования, финансовой и бизнес-инфраструктуры, квалифицированного персонала и т.д.) до уровня Нью-Йорка и Лондона. Для скорейшей реализации этих программ и интеграции с лидерами, за основу была взята модель МФЦ Лондона, многие элементы которой копировались, а затем адаптировались с учетом местной специфики. После создания необходимой базы для функционирования МФЦ, вводились налоговые льготы для стимулирования прихода иностранных инвесторов и посредников.

Такая политика оказалась вполне успешной. Сингапур и Гонконг уже стали региональными МФЦ и теперь близки к получению статуса глобальных МФЦ, а Дубай, начавший эту работу позже, практически уже стал региональным МФЦ. Тем не менее, этим центрам предстоит долгий путь к тому, чтобы догнать и перегнать по уровню развития Лондон и Нью-Йорк. Дело в том, что институциональная среда инерционна и ее изменение потребует гораздо больше времени. Стратегия догоняющего развития является успешной, пока есть возможность копирования лидера. Однако когда для дальнейшего роста необходимо самому генерировать финансовые инновации, то на первый план выходит уровень развития институтов и человеческого капитала.

Перед динамично развивающимися Мумбаи и Шанхаем стоит сложный выбор между теми же двумя опциями: оставаться локальным финансовым центром с опорой на сильную национальную экономику или становиться конкурентоспособным МФЦ на региональном и, в перспективе, глобальном уровне. Первый путь чреват риском перемещения финансовых операций с национальными компаниями в региональные и глобальные МФЦ. Именно это происходило в последние годы с индийскими компаниями, многие из которых

выпустили депозитарные расписки за рубежом. Второй путь требует значительных усилий со стороны государства для того, чтобы вывести не только финансовую, но и общую бизнес-среду на принципиально другой уровень. Многие зависят и от снижения внеэкономических (политических, коррупционных и т.п.) рисков.

В итоге можно выделить следующие ключевые факторы, которые характеризуют конкурентоспособный МФЦ:

- гибкая система законодательства, способная быстро адаптироваться к финансовым инновациям;
- льготная налоговая система (для ускоренного развития);
- эффективная система регулирования (единый регулятор для всех финансовых рынков и институтов или четкая координация взаимодействия нескольких регуляторов);
- эффективная судебная система, а также специализированный финансовый суд;
- продвинутая централизованная финансовая инфраструктура для всех сегментов рынка, позволяющая обеспечить доступ широкому кругу участников и минимизировать транзакционные издержки;
- глобальная интегрированность финансовых рынков и институтов, открытая политика по отношению к иностранным участникам рынка;
- развитые финансовые институты, опирающиеся на значительное предложение инвестиционных ресурсов внутри страны и/или из-за рубежа;
- ёмкий и конкурентный рынок труда, опирающийся как на квалифицированный персонал внутри страны, так и на иностранцев;
- благоприятная бизнес-среда;
- позитивная макроэкономическая ситуация.

Приложение 2. Сравнение российского финансового рынка с ведущими МФЦ

Несмотря на динамичный рост, национальный финансовый рынок России по-прежнему значительно отстает по своему уровню развития от ведущих мировых финансовых центров. В данном разделе проводится описание текущего положения российской финансовой системы, которая сравнивается согласно принятой системе критериев с наилучшей практикой ведущих мировых МФЦ.

1) Регулирование финансовых рынков

а) Законодательство

Законодательная база рынка ценных бумаг в России образована специальными законами: «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об инвестиционных фондах», «Об ипотечных ценных бумагах», а также многочисленными подзаконными нормативными актами. Последние определяют порядок эмиссии и обращения ценных бумаг, требования к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и коллективных инвесторов, стандарты раскрытия информации и др.

Российское законодательство, основанное на романо-германской (континентальной) системе права, ориентировано на возможно четкую фиксацию правовых норм, а не общих принципов допустимого поведения участников рынка. Более того, отношения в корпоративной сфере и на рынке ценных бумаг, по своей природе частно-правовые, в новейшем российском праве явно или неявно рассматриваются как сильно осложненные публично-правовым элементом, в результате чего императивные нормы в соответствующем законодательстве превалируют над диспозитивными. Принцип «разрешено все, что не запрещено» и в корпоративном праве, и в законодательстве о рынке ценных бумаг замещён принципом «запрещено всё, что не разрешено». Например, под каждый новый вид финансового инструмента обычно требуется специальный закон или, по крайней мере, поправки в один из действующих законов. Компании ограничены в

возможностях конструировать свои уставы так, как это удобно акционерам (например, определять полномочия органов управления), а акционеры лишены права договариваться об особенностях взаимодействия по поводу управления акционерным обществом.

Такое положение существенно затрудняет появление инноваций в финансовой сфере – создание новых видов ценных бумаг или производных финансовых инструментов, предложение новых видов услуг клиентам, внедрение новых инфраструктурных технологий, организацию взаимодействия с иностранными финансовыми рынками и финансовыми институтами.

По ряду направлений нормативно-правовая база финансового рынка в России не полностью сформирована и отстает от практики развитых стран. По оценке Международной организации комиссий по ценным бумагам, применяемое в Российской Федерации регулирование лишь частично соответствует принципам этой организации. Так, законодательство Российской Федерации не позволяет регулятору эффективно препятствовать использованию инсайдерской информации и манипулированию ценами на рынке ценных бумаг; не урегулированы многие вопросы секьюритизации активов, операций с производными финансовыми инструментами. Регулирование процедуры эмиссии ценных бумаг, несмотря на принятие в 2005-2006 гг. важных поправок в законодательство и подзаконные нормативные акты, остается более жестким, чем в ряде иностранных юрисдикций (в частности, в Лондоне), что снижает привлекательность осуществления первичных публичных предложений акций (IPO) на российских торговых площадках. Проблемными остаются вопросы валютного регулирования и взаимодействия российских участников финансового рынка с мировыми рынками капитала.

Кроме того, в России наблюдается достаточно низкий уровень доверия граждан к институтам власти в целом, низкая эффективность судебной системы и, в частности, процедур обеспечения выполнения контрактов. Такое положение дел отражается в низком значении индекса верховенства закона (Rule of Law)

Мирового Банка для России. Аналогичное положение Россия занимает и в индексе качества регулирования.

б) Регулирующие органы

Особенностью российского финансового рынка является сложное распределение регуляторных и надзорных полномочий между несколькими ведомствами. Значительная часть соответствующих функций в сфере собственно фондового рынка в последние годы перешла к одному федеральному органу исполнительной власти – Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР), однако определённые полномочия (как в части регулирования и надзора, так и в части выработки стратегии по ряду вопросов) существуют у Центрального банка, а также у Министерства финансов. Некоторыми полномочиями в регулировании финансовых рынков обладает также Федеральная антимонопольная служба. Можно говорить о раздробленности регулирования; в частности, возникают проблемы с регулированием финансовых холдингов, платежных и расчетных систем, обслуживающих биржевые сделки по финансовым инструментам.

Проблемы российского срочного рынка также связаны с отсутствием единого государственного органа, к компетенции которого относились бы регулирование, контроль и надзор за данным рынком. В результате отсутствует единая система мониторинга, охватывающая все сегменты финансовых рынков.

с) Налогообложение

Во многих странах в целях стимулирования инвестиций со стороны населения доходы от операций с ценными бумагами облагаются налогами по минимальным или даже нулевым ставкам. В России, несмотря на низкий налог на доход физических лиц, налоги на доходы по ценным бумагам в среднем выше, чем в других МФЦ.

Налоговая нагрузка на компании в России высока. Общая величина налоговых сборов, усредненная по всем отраслям, составляет 51,4% от прибыли компании, т.е. находится примерно на уровне Германии и значительно превышает уровень налоговой нагрузки в Гонконге, Сингапуре и Дубаи. Однако основная нагрузка – это не столько уровень налоговых ставок, сколько сложность

составления отчётности и осуществления налоговых расчетов. По простоте налоговой системы (индекс Ease of paying taxes) Россия значительно отстает от ведущих МФЦ и находится примерно на уровне Мумбаи и Шанхая.

В серьёзном совершенствовании нуждается система налогообложения производных финансовых инструментов.

Следует также отметить, что Россия заключила соглашения об избежании двойного налогообложения с 68 странами, однако налоговые ставки для нерезидентов на доход физических лиц по операциям с ценными бумагами и на дивиденды намного выше ставок для резидентов.

d) Судебная система и практика правоприменения

Споры, связанные с деятельностью участников финансового рынка, в России могут рассматриваться как государственными арбитражными судами, так и третейскими судами. Кроме того, ряд споров по финансовым вопросам с участием физических лиц находится в подведомственности судов общей юрисдикции.

Основные проблемы решения таких споров в государственных судах связаны с медленным рассмотрением споров, недостаточным уровнем компетентности судей по рассматриваемым проблемам корпоративного законодательства и законодательства о ценных бумагах, а также с неисполнением судебных решений, и с недостаточной открытостью правосудия.

Наряду с государственными арбитражными судами действуют специализированные третейские суды (например, при РТС и при ММВБ) с высоким уровнем профессиональных знаний арбитров. Обязанность участников рынка прибегать к их услугам по спорам, связанным с операциями на организованном рынке, определяется арбитражными оговорками в правилах торговли. Однако такие суды не могут рассматривать споры, не связанные с биржевыми операциями хотя бы косвенно.

В Москве также существует Международный коммерческий арбитражный суд (МКАС) - постоянно действующий арбитражный (третейский) суд при Торгово-промышленной палате. Деятельность МКАС связана с международными соглашениями в таких областях, как внешняя торговля, иностранные инвестиции,

деятельность международных организаций, и лишь изредка – финансовые операции.

Таким образом, существующая судебная система имеет ограниченные возможности по быстрому и эффективному разрешению споров и конфликтов в финансовой сфере. Эту задачу мог бы выполнять специализированный арбитражный суд в структуре арбитражных судов, разрешающий споры исключительно в рамках финансового рынка.

е) Противодействие инсайдерской торговле

До настоящего времени не принят федеральный закон, который бы закрепил механизмы защиты прав и законных интересов лиц, совершающих сделки с ценными бумагами, и установил контроль за торговлей с использованием инсайдерской информации. Соответствующий законопроект подготовлен ФСФР и в течение нескольких лет проходит согласования в ведомствах.

ф) Корпоративное управление

Структура собственности у многих российских компаний является высококонцентрированной. Важной проблемой остаются взаимоотношения между крупными акционерами и другими заинтересованными сторонами, прежде всего миноритарными акционерами. Несмотря на значительные позитивные тенденции в сфере корпоративного управления за последнее десятилетие, случаи нарушения прав миноритарных акционеров по-прежнему нередки.

Важной проблемой также является раскрытие информации о собственниках и контроле над компаниями. Во многих компаниях раскрытие информации о собственности практикуется лишь на начальном уровне – уровне номинального собственника – при широком использовании оффшорных подставных компаний для сокрытия личности конечных бенефициарных акционеров. В целом механизмы корпоративного управления остаются недостаточно прозрачными.

Еще одним недостатком корпоративного управления в России является слабый уровень развития института независимых директоров: количество последних в советах директоров компаний недостаточно, а сама независимость зачастую формальна.

Следуя мировой практике, в 2002 году в России был принят Кодекс корпоративного поведения, который описал стандарты корпоративного управления, рекомендуемые регулятором для российских компаний. С учетом этих стандартов были разработаны нормативные акты ФКЦБ России о проведении собраний акционеров и обязательствах по раскрытию информации для открытых акционерных обществ. Однако указанный Кодекс уже не в полной мере соответствует текущим потребностям корпоративного управления и нуждается в серьезном совершенствовании.

Кроме того, как было отмечено выше, российское корпоративное законодательство отличается высокой императивностью, что препятствует выстраиванию гибких схем корпоративного управления в российской юрисдикции – например, посредством заключения акционерных соглашений. Как следствие, многие вопросы корпоративного управления российскими корпорациями переносятся акционерами в иностранные юрисдикции путем создания холдинговых структур или управляющих компаний по иностранному праву.

2) Уровень развития национального рынка

а) Разнообразие финансовых инструментов

На основных торговых площадках России – ММВБ и РТС – торгуется 309 и 413 выпусков акций, соответственно. По итогам 2007 года капитализация рынка акций на этих двух биржах составила 1342 млрд. долл., а совокупный годовой оборот акций, 98,4% которого пришлось на ММВБ, составил 1230 млрд. долл., то есть эти величины достигли размеров российского ВВП. При этом существенную долю вторичного рынка акций составляют сделки репо (около половины объема торгов акциями на ММВБ в 2007 году). По относительной ликвидности рынка акций (соотношению объема торгов и капитализации) Россия (103% в 2007 году) значительно уступает США (191%), Великобритании (268%) и Германии (205%), и немного уступает Китаю (110%). В результате мирового финансового кризиса в

течение лета – осени 2008 года капитализация российского рынка акций значительно снизилась (364 млрд. долл. на 02.12.2008).

Существенным недостатком российского рынка акций до сих пор остается его низкая отраслевая диверсификация. 74% капитализации рынка акций приходится на топливную промышленность, электроэнергетику и металлургию. Высокая концентрация наблюдается и на уровне отдельных компаний – на десять крупнейших эмитентов приходится 66% капитализации и более 90% объема торгов на биржах. Таким образом, ликвидность на рынке сконцентрирована в узком сегменте «голубых фишек».

В 2007 году объем средств, привлеченных в ходе IPO с участием российских бирж (в основном, ММВБ), составил 26,7 миллиардов долларов, что всего лишь в два раза уступает рекордной сумме, привлеченной на китайских фондовых биржах. Доля ADR и GDR российских компаний от всего объема торгов акциями российских эмитентов в последние годы снижалась, и в 2007 году она составила 27%.

На конец 2007 года к торговле на ММВБ было допущено 577 выпусков корпоративных облигаций, в РТС – 152 выпуска. Общий объем корпоративных облигаций российских предприятий составил 55 млрд. долл. (по номинальной стоимости), из них около 15 млрд. долл. пришлось на размещения, сделанные в 2007 году. По данным ФСФР, в 2007 году биржевой оборот корпоративных облигаций составил свыше 400 млрд. долл. (32% ВВП), при этом большая часть этого объема (свыше 70%) приходилась на сделки репо.

На конец 2007 года в обращении находилось 270 выпусков еврооблигаций российских корпоративных эмитентов с номинальной стоимостью 94.3 млрд. долл. (из них около 40% составляют размещения в 2007 году). Таким образом, объемы размещений корпоративных облигаций в 2007 году были сопоставимы с объемом размещений акций. Вместе с тем, по соотношению объема рынка корпоративных облигаций к ВВП, Россия пока заметно отстает от развитых рынков (например, в США стоимость выпущенных облигаций превышает ВВП в 2 раза).

Рынок производных финансовых инструментов динамично развивается. По состоянию на начало 2008 года на биржах торгуются фьючерсы на 36 базовых активов (20 акций, 13 облигаций, 3 индекса) и опционы на 17 базовых активов (16 фьючерсов на акции и 1 фьючерс на индекс). На конец 2007 года стоимость открытых позиций по фьючерсам и опционам составила 4,7 миллиарда долларов, а годовые обороты (по номинальной стоимости) – 240 и 52 миллиарда долларов соответственно.

Несмотря на бурное развитие в России рынка производных инструментов, их совокупная стоимость остается незначительной по сравнению с ВВП, в то время как в Великобритании и США эта величина превышает ВВП в десятки раз. Дальнейший рост рынка производных инструментов сдерживается рядом факторов, в том числе отсутствием норм регулирования неттинга, отсутствием стандартного рамочного соглашения – аналога ISDA, определяющего отношения сторон сделок с производными инструментами, ограничениями для российских институциональных инвесторов на инвестирование в деривативы.

Практически не регулируется рынок РЕПО, что, как показал финансовый кризис осени 2008 года, чревато серьезными рисками для участников рынка.

b) Уровень развития финансовой инфраструктуры.

В России действуют две основные биржевые группы: ММВБ и РТС. В настоящее время в рамках Группы ММВБ функционируют несколько ключевых сегментов финансового рынка - рынок акций, рынок государственных, региональных и корпоративных облигаций, денежный рынок (операции репо, депозитные аукционы), а также валютный рынок (спот и фьючерсы), каждый из которых является доминирующим биржевым рынком в России. ММВБ – крупнейшая биржа по совокупному объему торгов (4,2 трлн. долл. в 2007 году) в регионе, включающем страны СНГ, Центральной и Восточной Европы.

В рамках Группы РТС функционируют классический рынок акций и биржевой рынок акций, а также рынок фьючерсов и опционов (FORTS), который является ведущим рынком срочных инструментов в России. Базовыми активами на нем являются индексы, товары, акции, облигации и процентные ставки.

В рамках каждой биржевых групп существует собственная вертикально интегрированная депозитарная, расчетная и клиринговая система. Национальный депозитарный центр (НДЦ), Расчетная палата ММВБ и Национальный клиринговый центр составляют единую систему при ММВБ. В группу РТС входят Депозитарно-клиринговая компания (ДКК), Расчетная палата РТС и Клиринговый центр РТС. Эти две системы эффективно обслуживают сделки внутри каждой из бирж, но не интегрированы друг с другом. Вместе с тем, НДЦ и ДКК связаны между собой так называемым «электронным мостом», благодаря которому участники рынка могут оперативно переводить ценные бумаги между депозитариями.

В России существует два способа учета прав на ценные бумаги: счета депо в депозитарии и лицевые счета в системе ведения реестра. Таким образом, депозитарии, регистраторы и эмитенты, самостоятельно ведущие реестр, в совокупности образуют учетную систему российского фондового рынка. Депозитарии делятся на *расчетные*, осуществляющие расчеты по ценным бумагам по результатам клиринга, и *кастодиальные*, не имеющие правоотношений с клиринговой организацией и оказывающие услуги своим клиентам по учету прав на ценные бумаги вне зависимости от места совершения сделок и проведения клиринга. На конец 2007 года 787 организаций имели лицензию на депозитарную деятельность в России. Ведущими расчетными депозитариями являются НДЦ (при ММВБ), ДКК (при РТС) и Расчетно-депозитарная компания (РДК). Крупнейшие кастодиальные депозитарии – ИНГ Банк (Евразия), Газпромбанк, Банк ВТБ, Росбанк, Дойчебанк, Внешэкономбанк.

Введение института центрального контрагента (central counterparty, CCP) в условиях отсутствия законодательного регулирования его деятельности сталкивается со значительными трудностями. Наиболее продвинутые шаги в направлении введения CCP были сделаны на валютном и срочном рынках.

В России практически отсутствует биржевая торговля с отсрочкой исполнения на срок до трех дней (T+3) с неполным депонированием средств,

действующая на принципе «поставка против платежа» (DVP), как это распространено на зарубежных биржах.

Система валовых расчётов в реальном времени (БЭСП, или RTGS) Центрального Банка пока не начала работать в полном объеме, что ограничивает возможности быстрого проведения расчетов на фондовом рынке. При этом БЭСП не интегрирована с системой SWIFT, что препятствует совершению трансграничных расчетов.

Отсутствие единой эффективной инфраструктуры расчетов и депозитарных услуг, интегрированной в глобальные депозитарно-расчетные системы, является серьезным препятствием к созданию МФЦ в России. Необходимость создания Центрального депозитария обсуждается на протяжении ряда лет, но этот вопрос не решён до сих пор.

с) Наличие рынка для молодых и быстрорастущих компаний

В России рынок молодых и быстрорастущих компаний начал развиваться недавно. В 2006 году ММВБ создала сектор для инновационных и растущих компаний (ИРК) с целью привлечь инвестиции в быстрорастущие и высокорисковые компании. Включение ценных бумаг в сектор ИРК не предполагает прохождение ими процедуры листинга, но при этом накладывает на эмитентов требования по раскрытию информации, включая инвестиционный меморандум и календарь корпоративных событий. Кроме этого, ММВБ предоставляет этим компаниям PR- и IR-поддержку. У РТС с 2007 года также есть специальный сегмент для компаний малого и среднего размера - RTS START. Однако масштабы указанных секторов пока незначительны.

d) Развитость институциональных инвесторов

В России зарегистрировано более тысячи паевых инвестиционных фондов (ПИФ) с суммарной стоимостью чистых активов 743 млрд. руб. (на начало 2008 года), что составляет всего 2,5% ВВП страны и значительно уступает аналогичным показателям в США (около 100% в 2005 году) и Великобритании (34% в 2006 году). Управление ПИФаами осуществляется 256 управляющими компаниями (УК), однако индустрия УК достаточно сильно концентрирована: на

долю первых пяти УК в начале 2008 года приходилось 45% суммарной стоимости активов всех фондов. Из-за ограниченных возможностей для диверсификации в рамках российского фондового рынка ПИФы несут достаточно высокие рыночные риски. Росту активов ПИФов мешают также низкая финансовая грамотность и низкий уровень доверия к финансовым рынкам населения России. Кроме того, отсутствуют общепризнанные рейтинги ПИФов (такие как Morningstar в США), которые оценивали бы эффективность работы управляющих с учетом риска и типа инвестиционной стратегии.

На начало 2008 года в России было зарегистрировано 253 негосударственных пенсионных фонда (НПФ), из них 126 фондам разрешено работать с обязательным пенсионным страхованием. Совокупные активы этих фондов на начало 2008 года составили 603 млрд. руб., что составляет менее 2% от ВВП. В России доля негосударственных пенсионных накоплений значительно ниже, чем в странах-лидерах – США (около 100% в 2006 году) и Великобритании (78%). Большая часть этих активов в России (472 млрд. руб.) приходится на резервы по негосударственному пенсионному обеспечению, отчисления на которое производятся работодателем или работником добровольно и дополнительно к обязательному пенсионному страхованию (далее – ОПС).

В России каждый работник, застрахованный в Пенсионном фонде России (ПФР) и имеющий накопительную часть трудовой пенсии, имеет право передать эти средства негосударственному пенсионному фонду или передать их в доверительное управление частной управляющей компании. Однако этим правом за 4 года воспользовалось менее 10% граждан. На начало 2008 года из 402 млрд. руб., переданных в систему ОПС, 363 млрд. руб. остались под управлением государственной управляющей компании (ГУК) в лице Внешэкономбанка, вкладывающей средства только в государственные внутренние и внешние долговые обязательства. Таким образом, в России не удалось довести до конца пенсионную реформу и передать обязательное формирование накопительных пенсий в сферу ответственности частных финансовых институтов.

Российские страховые компании в 2006 году имели 9 млрд. долл. активов в виде ценных бумаг, что составляло 0,9% от ВВП, - значительно меньше аналогичного показателя в США (45% от ВВП).

В России, как и в странах континентальной Европы, существенную роль на финансовых рынках, особенно рынке облигаций, играют коммерческие банки, которые инвестируют собственные средства, управляют деньгами клиентов, а также общими фондами банковского управления - ОФБУ (аналог паевых инвестиционных фондов под управлением банков). На начало 2008 года сумма средств, вложенных коммерческими банками в российские акции, составила 488 млрд. руб. Общая стоимость вложений банков в облигации и другие долговые ценные бумаги российских юридических лиц составила 1450 млрд. руб. Следовательно, банки имеют большее влияние на рынки акций и облигаций, чем все институциональные инвесторы России (ПИФ, НПФ и страховые компании), вместе взятые.

Таким образом, по уровню развития институциональных инвесторов Россия значительно отстает от большинства развитых стран. Качественному росту активов инвестиционных фондов и страховых компаний препятствуют недостаточный спрос на их услуги со стороны населения и государства, а также ограничения на состав портфеля в отношении производных инструментов и иностранных ценных бумаг. Снятие таких ограничений при увеличении прозрачности и совершенствовании надзора позволило бы институциональным инвесторам снизить риски за счет диверсификации портфеля и использования возможности хеджирования.

Необходимо учитывать, что мощный слой отечественных институциональных инвесторов, с одной стороны, является одной из целей создания и развития международного финансового центра, а с другой стороны – условием его стабильности, так как внутренние долгосрочные инвесторы менее подвержены резким изменениям рыночного поведения.

е) Вовлеченность населения в финансовые рынки

По состоянию на начало 2008 года количество физических лиц, принимающих участие в торгах на ММВБ и РТС, оценивается в 500 тысяч человек. Еще 450 тысяч человек являются пайщиками паевых инвестиционных фондов. В процессе проведения крупных IPO акционерами ОАО «Роснефть» стали 115 тысяч человек, ОАО «Сбербанк» – 30 тысяч человек, собственниками ВТБ – 131 тысяча человек. С учетом того, что частные лица могут пользоваться услугами нескольких брокеров или инвестировать средства различными способами, эксперты оценивают вовлеченность экономически активного населения России в финансовые рынки на уровне 700-800 тысяч человек, или около 1%.

Низкая активность частных инвесторов в России может быть обусловлена небольшими доходами основной части населения, недостаточной географической доступностью инструментов финансирования и низким уровнем финансовой грамотности населения. В России подавляющая часть граждан предпочитает хранить свободные средства и сбережения на банковских депозитах, а не вкладывать в фондовый рынок.

ф) Роль рейтингов независимых агентств

В России активно работают и имеют представительства три крупнейшие международные рейтинговые агентства (Standard&Poor's, Moody's и Fitch), а также несколько национальных рейтинговых агентств. Агентства предоставляют клиентам услуги по присвоению как международного, так и российского рейтинга. Но до сих пор деятельность рейтинговых агентств в России никак не регламентируется, отсутствует аккредитация в регулирующих органах, а в регулировании кредитные рейтинги используются только на уровне подзаконных актов. При этом не существует четкого правового определения кредитного рейтинга.

3) Интегрированность в глобальные рынки капитала

а) Доступ иностранных участников к национальному финансовому рынку

Основным препятствием для роста портфельных иностранных инвестиций является сложность доступа к российской финансовой инфраструктуре. Так, иностранные депозитарии и кастодианы не могут открывать счета номинального держателя в российских реестрах и депозитариях, что создает затруднения и риски для иностранных инвесторов при приобретении российских ценных бумаг (глобальные кастодианы вынуждены либо открывать для хранения ценных бумаг своих клиентов владельческие счета в российских учетных институтах и нести соответствующие риски, либо вообще отказывать клиентам в предоставлении своих услуг на российском рынке).

С другой стороны, многие крупные инвесторы, прежде всего американские инвестиционные и пенсионные фонды, не имеют права осуществлять зарубежные (для себя) инвестиции, если зарубежный учетный институт (депозитарий), в котором они предполагают хранить свои активы, не является «надежным иностранным депозитарием» в соответствии с требованиями Правила 17f-7 американского закона «Об инвестиционных компаниях». В России эту проблему нередко интерпретируют как необходимость законодательно закрепить понятие и статус Центрального депозитария, хотя в действительности определения Центрального депозитария Правило 17f-7 не содержит: речь идет лишь о соответствии организации-соискателя целому ряду критериев надежности, большинство из которых определяется даже не законом, а разъяснениями регулятора и обычаями делового оборота.

Однако основные российские расчетные депозитарии этим критериям не соответствуют. В результате институциональные инвесторы, не имеющие возможность брать на себя риск использования их услуг, вынуждены открывать лицевые счета для учета ценных бумаг в реестрах. В отсутствие унифицированного электронного документооборота с регистраторами это повышает их транзакционные издержки и снижает ликвидность данных бумаг для таких инвесторов.

b) Доступ внутренних инвесторов к активам, торгующимся за рубежом

Приобретение иностранных активов российскими инвесторами главным образом затруднено ограничениями на обращение иностранной валюты на территории страны. До сих пор существует прямой запрет на расчёты в валюте между резидентами, в том числе между брокером и его клиентом. Таким образом, клиент может выкупать у брокера иностранные бумаги только за рубли, что влечет дополнительные расходы на конвертацию валюты и риски изменения валютных курсов.

Поскольку процедура покупки иностранных ценных бумаг не уточнена регулятором, российские институциональные инвесторы стараются избегать таких вложений.

c) Доступ иностранных активов к обращению и размещению в стране

В настоящее время в России законодательно легализован институт российских депозитарных расписок (РДР), позволяющий выпускать отечественные производные инструмент на иностранные активы (акции, облигации). Однако соответствующая нормативная база (включая вопросы учета и налогообложения) до конца не отлажена, и эти инструменты пока не появились на российском рынке.

Прямой доступ иностранных ценных бумаг к публичному размещению и обращению в России пока фактически невозможен, хотя законопроект, направленный на создание такой возможности, прошел первое чтение в Государственной Думе.

d) Соответствие национальных стандартов бухгалтерской отчетности мировой практике

Российские стандарты бухгалтерского учета, даже после их модернизации, не в полной мере соответствуют международным нормам раскрытия финансовой информации. Раскрытие сделок со связанными сторонами остается неудовлетворительным, а практика аудита нуждается в существенном улучшении. В настоящее время применение Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) разрешено всем российским компаниям. Однако на практике

МСФО используют только крупные компании, в частности, те, которые выпустили американские или глобальные депозитарные расписки. Обязательным применением МСФО является только для банков (с 2004 года).

Согласно комплексному исследованию, проведенному в рамках финансируемого ЕС проекта «Осуществление реформы бухгалтерского учёта и отчётности в РФ», всего 16% российских предприятий в 2007 году применяли отчётность по МСФО. Такой же показатель был и в 2006 году, что показывает отсутствие положительной динамики. Наибольшая доля таких предприятий была в финансовой и страховой индустрии – 52%. В остальных отраслях этот показатель не превышал 17%, в то время как 67% опрошенных компаний признавали преимущества применения МСФО. Среди основных причин, затрудняющих переход на МСФО, назывались отсутствие строгих требований по внедрению МСФО в России, а также недостаток квалифицированного персонала и учебных заведений, предлагающих обучение МСФО.

4) Квалифицированный персонал

а) Уровень финансового образования

В России недостаточно высок уровень подготовки кадров в сфере финансов. Слой специалистов, получивших современное финансовое или экономическое образование, начал формироваться только в середине 90-х годов. Поскольку традиции рыночной экономики тогда только начинали складываться, экономическое образование было во многом основано на старых советских методиках, и его качество было низким. На сегодняшний день наблюдается разделение образовательных программ в области экономики и финансов на две группы. Большая часть ВУЗов продолжает пользоваться устаревшей программой и методиками преподавания. В этих ВУЗах преподаватели не ведут исследовательскую работу и в силу недостаточной квалификации фактически отрезаны от международного опыта, а потому уровень выпускников не соответствует текущим запросам бизнес-сообщества. Как результат, многие выпускники этих вузов не могут найти работу по специальности.

Другой, гораздо более узкий круг российских ВУЗов избрал интенсивный путь развития: использование иностранных учебников в преподавании, найм обладателей докторских степеней (PhD) иностранных университетов в качестве профессоров, вовлечение преподавателей в научные исследования, сотрудничество с ведущими западными университетами и бизнес-школами, привлечение представителей бизнеса к преподаванию и разработке программ и т.д. Это позволяет таким ВУЗам поддерживать высокий уровень финансового и экономического образования и готовить конкурентоспособные кадры для бизнеса.

В последние годы в Москве наблюдается бурное развитие ранее отсутствовавшего сегмента бизнес-образования – программ «Мастер делового администрирования» (МВА). Однако на сегодняшний день качество преподавания в подавляющем большинстве этих программ не соответствует мировым стандартам (хотя их сравнительным преимуществом является возможность учета российской специфики ведения бизнеса, с которой не знакомы зарубежные образовательные учреждения). Конкурентоспособными пока являются лишь программы, организованные при помощи иностранных университетов и бизнес-школ.

В настоящее время в рамках национального проекта «Образование» создаются две бизнес-школы («Сколково» в Москве и на базе ВШМ СПбГУ в Санкт-Петербурге), которые должны стать лидирующими в России.

Помимо высшего финансового образования, направленного на подготовку специалистов, необходимых для работы собственно в МФЦ, в Москве развивается «средний» сегмент финансового образования, позволяющий подготовить класс инвесторов, также необходимый для функционирования центра.

b) Визовый и миграционный режим

На сегодняшний день миграционный режим существенно затрудняет развитие финансовой индустрии в России и является серьёзным барьером для создания МФЦ. Для получения бизнес-визы требуется приглашение от компании, при этом виза оформляется в среднем в течение 3-4 недель. Аналогичным образом обстоит ситуация и с рабочей визой: чтобы иметь возможность работать в России,

иностранцу приходится вначале получить разрешение на работу, приглашение для въезда и только после этого рабочую визу и регистрацию на 1 год. Весь этот процесс занимает, как правило, не менее 60 дней.

Особенно долгим и сложным является процесс получения разрешения на работу, который требует прохождения множества смежных инстанций, в том числе, получения нескольких медицинских справок (справки о прохождении теста на ВИЧ, выданные в других странах, не принимаются). Задержки в выдаче разрешения на работу исключают возможность продления рабочей визы, вследствие чего необходимо покинуть пределы России и в соответствии с законодательством прекратить действие трудового договора.

Иностранные граждане, получившие деловую многократную визу, часто не могут получить рабочую визу или вид на жительство ввиду затрудненности процедуры. Практически невозможно пребывание в России родственников (за исключением супругов и детей) и друзей сотрудников.

Ещё одна проблема – неэффективная организация паспортного и таможенного контроля в аэропортах: сохраняются большие очереди на контроль при прилёте, сотрудники ФПС и ФТС часто не владеют иностранными языками.

Серьёзной проблемой миграционного режима для иностранных граждан и компаний-нанимателей являются квоты на наем работников из-за рубежа. Этот механизм существенно ограничивает возможности компаний, особенно в ситуации, когда квоты определяются для региона в целом. При этом финансовые компании, занятые в МФЦ, начинают на равных конкурировать за квоты с компаниями, привлекающими иностранных граждан на работы, подразумевающие низкую квалификацию и производительность труда (строительство). С 25 июля 2008 года квоты были отменены для ряда должностей, таких как генеральные директора, директора, начальники отделов. Однако перечень содержит всего 22 позиции, что, несомненно, не может охватить весь спектр иностранных сотрудников, необходимых для развития МФЦ.

Миграционный учёт является неэффективным. Громоздкое делопроизводство и обработка документов требуют значительных трудозатрат как со стороны

компаний, отвечающих за учет сотрудников, так и со стороны государственных органов.

Все эти проблемы создают большие трудности как для работодателя, так и для работника. При таком длительном процессе оформления наниматель не может гибко варьировать штат, как того требует работа на динамичном финансовом рынке. Работник вынужден ежегодно переоформлять не только весь пакет персональных документов, но также документы на машину, квартиру и прочую собственность. Введение в России статуса резидента, существующего во всех других МФЦ, могло бы существенно облегчить длительное пребывание иностранцев в стране и сделать работу в МФЦ более привлекательной.

с) Гибкость и ёмкость рынка труда

На сегодняшний день рынок труда в России является жёстко регулируемым с большим количеством барьеров. Например, по индексу регулирования найма (часть рейтинга Ease of doing business, см. Приложение 2) Россия не вошла даже в первую сотню стран. К такой очевидной негибкости трудового законодательства можно добавить нехватку квалифицированных кадров. Низкая ёмкость рынка как местных, так и иностранных специалистов, необходимых для работы МФЦ, во многом объясняется описанными выше факторами: местных специалистов мало, а иностранным вход на внутренний рынок труда затруднён.

5) Социальная инфраструктура и бизнес-инфраструктура

а) Знание и использование английского языка

В России наблюдается противоречивая ситуация с уровнем знания населением английского языка. С одной стороны, увеличилось число людей, изучающих английский язык и путешествующих за рубежом. С другой стороны, средний уровень преподавания английского языка в школах и университетах остаётся на низком уровне. Многие компании вынуждены всё чаще включать обучение английскому языку в программу тренинга своего персонала.

Уровень использования английского языка в Москве также находится на низком уровне. Среди сотрудников сферы услуг, инфраструктуры, в

государственных учреждениях очень немногие обладают достаточным уровнем знания английского языка. Указатели на дорогах и в метро практически не дублируются на английском.

В итоге английский язык распространен только в бизнес-сообществе, среди молодёжи и в элитных гостиницах, ресторанах и т.п. Из-за этого жизнь в Москве для среднего иностранца, не знающего русского языка или хотя бы алфавита, не комфортна.

b) Качество и стоимость жизни

Согласно рейтингу международной консалтинговой компании Mercer, Москва является самым дорогим городом мира. Однако Mercer в своём исследовании уделяет особенное внимание товарам и услугам высшей ценовой категории, которые вовсе не обязательно востребованы обычными местными жителями и иностранными гражданами, работающими в МФЦ. Как показатель стоимости жизни, более актуальным выглядит рейтинг цен UBS, согласно которому Москва не входит даже в 20 самых дорогих городов мира.

В рейтинге качества жизни компании Mercer Москва занимает место среди худших городов Европы. Основные недостатки Москвы – низкий уровень безопасности для иностранца (преступность, эффективность правоприменения, взаимоотношения с другими странами) и высокий уровень загрязнения окружающей среды.

В то же время, положительный вклад в имидж города вносят интенсивность и разнообразие культурной жизни, качество ресторанов и «международный» дух города.

c) Жилищная инфраструктура

Создание в России МФЦ приведёт к значительному притоку трудовых ресурсов, однако нерешённой остаётся проблема с размещением новых сотрудников. Так, в строящемся сейчас деловом районе «Москва Сити» всего 5% площадей будет занято гостиницами, ещё 10% пойдут на жилую недвижимость и апартаменты. Средняя стоимость квадратного метра в этом районе составит \$15 000, т.е. это фактически недвижимость для бизнес-элиты. Однако большую

часть специалистов, приезжающих в Россию для работы на финансовом рынке, составляют не топ-менеджеры, а сотрудники среднего звена.

Жилищная инфраструктура города уже сейчас вызывает большие нарекания. Сегодня средняя цена жилой недвижимости превышает \$6 000 за квадратный метр и продолжается рост цен, вызванный недостатком предложения. В Москве достаточно хорошо развит сегмент элитного жилья и соответствующей инфраструктуры: представлены крупнейшие сети гостиниц, компании, занимающиеся сдачей в аренду квартир для иностранцев, специализируются на элитном жилье. Но развитие Москвы в рамках концепции МФЦ остро поставит вопрос о развитии жилищного фонда и инфраструктуры «среднего» уровня.

d) Офисная недвижимость и инфраструктура

В Москве до сих пор существует дефицит офисных помещений, отвечающих современным требованиям и, соответственно, качественной офисной инфраструктуры. Рост цен на недвижимость по-прежнему продолжается высокими темпами, в результате чего цена годовой аренды офиса бизнес-класса уже достигает \$800 за квадратный метр, а накладные расходы на рабочее место составляют \$8,300 в год. В результате в Москве наблюдается большой территориальный разброс финансовых компаний. Ожидаемое вскоре появление нового «Московского Международного Делового Центра» («Москва-Сити») означает создание в Москве первого офисного комплекса, отвечающего современным требованиям, что со временем поможет снизить транспортные издержки, и будет способствовать повышению эффективности труда. В настоящий момент «Москва-Сити» находится в стадии активного строительства. Ввод в эксплуатацию большей части объектов планируется в 2009 году.

e) Транспортная система

Существующая транспортная система Москвы перегружена. Радиально-кольцевая схема, доставшаяся Москве в наследство, не отвечает требованиям современного градостроительства. Расходящиеся лучевые магистрали по мере удаления от центра всё хуже связаны между собой, что усложняет планирование маршрутов и увеличивает загруженность дорог.

Существует несколько способов борьбы с транспортными пробками, среди которых регулирование въезда в центр города, стимулирование использования общественного транспорта, оптимизация дорожного движения, строительство новых магистралей и развязок. В сфере регулирования интересен опыт Лондона и Токио, где въезд в город на частном автомобильном транспорте в рабочие дни облагается особым сбором.

Общественный транспорт не справляется с бурным ростом города. Проекты, предусматривающие создание первого участка скоростной транспортной системы «Москва-Сити – аэропорт Внуково», всё ещё далеки от реализации. Кроме того, городские власти собираются ввести новый вид транспорта – скоростной трамвай. Планируется, что его маршруты не будут дублировать существующие автомобильные магистрали. Три главных аэропорта Москвы – Шереметьево, Домодедово и Внуково – с недавнего времени связаны с городом железнодорожным транспортом. Несмотря на то, что сервис «аэроэкспрессов» ещё нельзя считать удовлетворительным, сам факт появления такого рода сообщения между городом и аэровокзалами значительно повышает потенциал Москвы как МФЦ.

г) Электронные коммуникации

Россия занимает 59 место из 70 в рейтинге развитости электронных технологий и коммуникаций (*Economist Intelligence Unit*). Низкая оценка России объясняется недостаточным количеством современных телефонных линий и низким числом интернет-пользователей. В то же время, телекоммуникационная инфраструктура Москвы намного более развита. По итогам 2007 г. плотность телефонных аппаратов фиксированной связи составила 63,6 аппарата на 100 жителей Москвы (по России – 31,8); плотность подвижной радиотелефонной связи – 174,7 абонентских терминала на 100 человек населения по Москве и Московской области (120,6 – по России); услуги передачи данных в Москве оказывают 2675 операторов связи (по данным Минкомсвязи России).

Представляется, что для более активного распространения и внедрения новейших технологий, требуются дальнейшие инвестиции в доступную

беспроводную связь, телефонную инфраструктуру и технологический сектор, стимулирующий инновации.

б) Общая конкурентоспособность национальной экономики

а) Имидж и бренд МФЦ

Для дальнейшего развития финансовых рынков необходимо создавать имидж Москвы как динамичного финансового и бизнес-центра. При решении аналогичной задачи Дубай в конце 2007 года подписал контракт с каналом *CNBC*, целью которого является продвижение имиджа арабского МФЦ во всех странах вещания канала.

б) Доверие бизнеса и потребителей

Уровень доверия со стороны бизнеса и потребителей в России трудно считать удовлетворительным. Согласно индексу качества регулирования бизнеса (*Ease of doing business*), ежегодно составляемым Всемирным Банком, Россия находится на 106 месте из 178 стран. В таких условиях трудно привлечь иностранный капитал и утвердиться как МФЦ. В индексе глобальной конкурентоспособности (*GCI*) Россия также занимает достаточно низкое 51 место из 131 страны. Улучшение этих показателей невозможно без эффективной борьбы с зарегулированностью и бюрократией.

в) Финансовая грамотность населения

Финансовая грамотность населения России находится на низком уровне. Большинство граждан не разбираются в финансовых инструментах и связанных с ними рисках, не доверяют финансовой системе после многочисленных случаев потерь (замораживание счетов в Сбербанке, дефолт 17 августа 1998 года, крах финансовых пирамид и т.д.). Тем не менее, в России налицо хорошая база для успешного внедрения программ повышения финансовой грамотности – высокий уровень человеческого капитала (67 место из 177 стран согласно рейтингу человеческого развития *HDI*). В этом отношении Россия имеет явное преимущество перед другими бурно растущими странами, такими как Китай и Индия.

В Москве активно развивается преподавание экономики в школах. В рамках председательства России в «группе восьми» была разработана пятилетняя программа (до 2012 года) «Планируй своё будущее», направленная на повышение уровня финансового образования населения с низкими доходами. Для дальнейшего улучшения позиций России, стоит использовать опыт других стран (в частности, Сингапура и Гонконга), где государство совместно с частным сектором реализует эффективные программы повышения финансовой грамотности населения.

Необходимо также согласовывать меры по повышению финансовой грамотности населения с повышением его юридической грамотности.

d) Экономическая свобода

В рейтинге экономической свободы *Heritage Foundation* за 2008 год Россия занимает 134 место из 157 стран. Низкая оценка, полученная Россией, объясняется высокими тарифами, квотами и другими внешнеторговыми барьерами, высокой зарегулированностью, бюрократией, слабой защищённостью прав собственности, а также растущим вмешательством государства в сферу деятельности бизнеса.

e) Уровень коррупции

Россия занимает 143 место из 180 стран в известном рейтинге коррупции *Transparency International* (коррупция в государственном секторе определяется как злоупотребление служебным положением в целях личной выгоды). В рамках региона, включающего Восточную Европу и Центральную Азию, Россия занимает 13 позицию из 20. Исходя из этого, ключевыми мерами, которые должны принять международные корпорации и государство, являются внедрение, применение и мониторинг соблюдения анти-коррупционного законодательства и кодексов делового поведения, а также проведение соответствующих тренингов.

f) Экономическое развитие

Достаточно высокий уровень экономического развития во многом определяет высокий потенциал создания МФЦ в России. Российская экономика демонстрирует высокие темпы экономического роста (6,8%) и постепенно

диверсифицирует свою отраслевую структуру. Подушевой годовой доход достиг 14,700 долл., что соответствует уровню среднеразвитых стран (например, Польши и Аргентины).

Серьезной проблемой является растущее социальное неравенство: коэффициент Джини, измеряющий неравенство в доходах населения, составляет примерно 40%. По этому показателю Россия находится на уровне большинства других стран, за исключением континентальной Европы. Ещё одна проблема – высокая инфляция. Высокие темпы роста цен повышают риски инвестирования в ценные бумаги с фиксированной доходностью.

7) Выводы

В последние годы российский финансовый рынок динамично развивается, однако по-прежнему отстаёт по многим параметрам от ведущих мировых финансовых центров. Для того, чтобы преодолеть это отставание и создать в России конкурентоспособный международный финансовый центр, необходимо решить ряд проблем, наиболее важные из которых приведены ниже.

- *Сегментированная и негибкая система законодательства и регулирования:* стремление чётко кодифицировать все правила и меры регулирования приводит к отставанию законодательства от практики и не позволяет быстро внедрять финансовые инновации (например, развивать рынок деривативов); наличие многих специализированных законов и нормативных актов делает законодательную систему сложной и неповоротливой; разделение надзора за различными финансовыми институтами между разными регуляторами приводит к конфликтам правовых норм и/или к регуляторному арбитражу; в надзоре преобладают требования к выполнению формальных ограничений, а не целостный подход к управлению рисками на уровне компании (группы компаний).
- *Высокая налоговая нагрузка:* уровень налогообложения финансовых операций в России выше, чем в конкурирующих финансовых центрах,

особенно для нерезидентов. Это объясняется как более высоким уровнем налоговых ставок (за исключением подоходного налога на физических лиц – резидентов), так и отсутствием возможности сальдирования прибылей и убытков по всем инструментам в портфеле. Эти проблемы усугубляются неэффективным налоговым администрированием.

- *Недостаточный уровень эффективности и прозрачности судебной системы и правовой среды в целом:* существующая судебная система и практика правоприменения плохо приспособлены к быстрому и справедливому разрешению споров, касающихся финансовых сделок. Это повышает риск заключения контрактов и совершения сделок в российской юрисдикции и в сочетании с чрезмерной императивностью законодательства подталкивает участников рынка к переводу своих правоотношений в иные юрисдикции.

- *Низкая развитость институциональных инвесторов:* паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании имеют малые объёмы активов под управлением. Причины этого – незаконченность пенсионной реформы, жёсткие ограничения на состав портфеля институциональных инвесторов, невысокая активность населения в связи с низким уровнем финансовой грамотности и доверия к негосударственным финансовым институтам. Это приводит к недостатку долгосрочных инвестиционных ресурсов на рынке и повышает его волатильность.

- *Сегментированная финансовая инфраструктура, недостаточно интегрированная в глобальные рынки:* отсутствие централизованной системы учёта прав на ценные бумаги на организованном рынке и невозможность открытия счетов номинального держания иностранным кастодианам повышает транзакционные издержки для иностранных инвесторов; невозможность проведения биржевых расчётов на срок T+3 с частичным предварительным депонированием средств делает торговлю в России непривлекательной для ряда категорий инвесторов; до конца не

отлажены процедуры допуска иностранных инструментов (напрямую или через РДР) на российские биржи.

- *Низкие корпоративные стандарты раскрытия информации:* лишь немногие компании составляют финансовую отчётность согласно международным стандартам, раскрывают конечных бенефициаров – владельцев крупных пакетов акций, своевременно информируют всех акционеров обо всех существенных событиях. Это повышает риски, связанные с покупкой акций.
- *Жесткий и неэффективный визовый и миграционный режим* создаёт большие трудности как для компании-работодателя, так и для иностранного сотрудника. При длительном и сложном процессе оформления российским компаниям (в том числе дочерним компаниям западных финансовых институтов) сложно привлекать иностранный персонал.
- *Недостаточный уровень развития социальной и бизнес-инфраструктуры* делает проживание людей и ведение бизнеса в Москве некомфортным, особенно для иностранцев. Основные проблемы – загруженность транспортной системы, дороговизна недвижимости, ухудшение экологии, отсутствие англоязычной среды.
- *Недостаточно высокая репутация России как надежного долгосрочного партнера:* высокие неэкономические риски (коррупционные, политические) и пугают иностранных инвесторов. При этом имидж России в глазах Запада зачастую хуже, чем реальное положение дел.

Приложение 3. Сравнительный анализ МФЦ по качественным показателям.

Критерии МФЦ	Регулирование финансовых рынков	
	Законодательство	Регулирующие органы
Лондон	Англо-саксонская система права. Соблюдение принципа «соблюдай или объясняй» (principles-based regulation). Продвинутая, доступная и адаптирующаяся законодательная система.	Управление по финансовому регулированию и надзору (FSA) - единый регулятор всех финансовых рынков и институтов.
Нью-Йорк	На низких уровнях англо-саксонская правовая система. По мере повышения уровня юрисдикции больше кодификации (Романо-германская система). Относительно гибкое законодательство. После 2002 г. высокие требования по прозрачности и раскрытию информации (закон Sarbanes-Oxley).	Комиссия по торговле ценными бумагами (SEC): следит за отчётностью, карает искажение информации, Office for international affairs обеспечивает регулирование международных сделок. Саморегулирующаяся организация Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) обеспечивает регуляторный надзор, тестирование и лицензирование персонала, регулирование ряда бирж (в т.ч. NASDAQ), арбитраж и посредничество. Есть ещё порядка пяти различных регуляторов, которые в рамках закона Sarbanes-Oxley требуют отчётность компаний. Система работает не до конца эффективно.
Гонконг	Англо-саксонская система права. Принятие Закона о ценных бумагах и фьючерсах, SFO; принятие международных стандартов	Система регулирования включает три составляющие. Отдел финансовых услуг в Бюро по финансовым услугам и делам казначейства определяет гос. политику на финансовых рынках. Законодательный совет рассматривает законодательные предложения. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (SFC), созданная в 1989 году в качестве регулятора рынка, осуществляет надзор за рынком акций и фьючерсов.
Сингапур	Прочная и эффективная нормативно-правовая база. Основные законы: Securities and Futures Act, Securities and Futures Regulations.	Monetary Authority of Singapore - единый регулятор всех финансовых рынков и институтов.
Франкфурт	Романо-германское право: строгая кодификация. Негибкое законодательство. Наличие проблем с передачей и продажей долей участия: передача должна быть нотариально заверена.	Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) с 2002 г. обеспечивает надзор за финансовым рынком, банковским сектором, страховыми компаниями.
Дубай	Создание независимых юрисдикций для МФЦ (Дополнение к Конституции ОАЭ), на которые распространяется «общее право» (международные стандарты). Соблюдение принципа «соблюдай или объясняй» (principles-based regulation)	Ведомство по финансовым услугам Дубая (DFSA) – независимое агентство, использующее международное право. Единый регулятор всех финансовых транзакций МФЦ.
Мумбаи	Англо-саксонская система права; Высокие показатели по уровню главенства закона (Rule of Law); проводится либерализация финансового законодательства	Управление по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) регулирует деятельность всех участников торгов; проводит мониторинг слияний и поглощений; публикует руководства для лучшего раскрытия информации о капитале и деятельности всех участников. Центральный резервный банк Индии осуществляет банковский надзор.
Шанхай	Романо-германское право. Сильное влияние на формирование оказала советская система права; Низкие показатели по уровню главенства закона (Rule of Law); после вступления Китая в ВТО была проведена реформа по приведению законов, регулирующих экономическую деятельность, в соответствие с мировыми принципами.	Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC) осуществляет регулирование финансовых рынков, CIRC - регулирование страховых компаний, CBRC - банковской системы.
Алматы	На территории РФЦА существует особый правовой режим, регулирующий взаимоотношения его участников, от которых требуется иметь офис на территории Алматы и госрегистрацию.	Единый регулятор - Агентство по регулированию и надзору за финансовыми рынками и финансовыми институтами (АФН). Часть регулирующих функций для МФЦ выполняет Агентство по регулированию деятельности РФЦА.
Варшава	Законодательство в целом соответствует нормам ЕС.	Регулирование финансовых рынков осуществляет Комиссия по финансовому надзору (Financial Supervision Authority). С 2008 года частью Комиссии стало ведомство по регулированию банковской деятельности
Москва	Романо-германское право. Законодательная база включает специальные законы: «О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», и подзаконные нормативные акты. Низкие показатели по уровню главенства закона (Rule of Law); Законодательство не полностью сформировано и отстает от практики развитых стран.	Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) - регулирование субъектов фондового рынка: эмитентов, профессиональных участников, институтов коллективного инвестирования, как орган исполнительной власти подчиняется Правительству. Центральный банк осуществляет банковский надзор, в том числе за деятельностью кредитных организаций в качестве инвесторов, уточняет особенности процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций, регистрирует их выпуски. Министерство финансов утверждает условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг, регулятор страховых компаний, вопросы налогообложения.

Критерии МФЦ	Регулирование финансовых рынков		
	Налогообложение	Судебная система и практика правоприменения	Противодействие инсайдерской торговле
Лондон	Традиционная система налогообложения. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (118 стран)	Лондонский международный арбитражный суд (LCIA): эффективное и качественное рассмотрение коммерческих и финансовых дел, международный арбитраж, 1500 членов из 79 стран	Высокое. Запрет на инсайдерскую торговлю и манипулирование ценами зафиксирован в Акте о финансовых услугах и рынках (The Financial Services and Markets Act, 2000), его нарушение подпадает под действие закона об уголовных нарушениях.
Нью-Йорк	Традиционная система налогообложения. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (53 страны).	Арбитражный суд, разбирающий финансовые и корпоративные спорные вопросы (Американская арбитражная ассоциация). Активное привлечение экспертов (экономистов и специалистов по корп. финансам) из специально созданного пула	Наиболее передовое законодательство по борьбе с инсайдом. Ряд прецедентов ограничивающих возможности членов совета директоров и крупных акционеров. Договор между NYSE, FINRA и ещё 10 биржами о борьбе с инсайдом
Гонконг	Льготная система налогообложения, направленная на стимулирование притока иностранных инвесторов в определенные сектора экономики, включая рынок ценных бумаг. Нет широкой сети международных договоров об избежании двойного налогообложения (3 страны).	Международный арбитражный центр (с 1985 г.): независимый и эффективный орган, направленный на разрешение международных дел с акцентом на споры, возникающие в азиатском регионе.	Более жесткие требования к инсайдерской торговле (торговля акциями менеджментом), чем в США
Сингапур	Традиционная система налогообложения, но существует ряд льгот для инвесторов в определенные сектора экономики. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (55 стран).	Лучшая в Азии судебная система. Международный арбитражный суд Сингапура (SIAC), активно привлекающий международных экспертов	Одно из самых строгих законодательств против инсайдерской торговли (в рамках Закона о ценных бумагах и фьючерсах)
Франкфурт	Традиционная система налогообложения. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (90 стран).	Специальный арбитражный суд Frankfurt International Arbitration Center	Строгое законодательство против инсайдерской торговли (с 1994 г.), в ведении прокуратуры, нет биржевого органа
Дубай	Льготное (оффшорное) налогообложение. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (44 страны)	Собственная структура судебной власти при финансовом регуляторе. В 2008 г. создан арбитражный суд по коммерческим делам	Нет информации
Мумбаи	Традиционная система налогообложения. Имеются налоговые льготы для физлиц. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (67 стран)	Действует индийский совет по арбитражу при Федерации индийских торгово-промышленных палат	Закон о Запрещении инсайдерской торговли с 1992 г., использование специальной системы проверки биржевой динамики
Шанхай	Традиционная система налогообложения. Имеются налоговые льготы для физлиц. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (80 стран)	С 1994 действует общекитайская система арбитражных судов, в ее рамках действует Китайская арбитражная комиссия по международной экономике и торговле	С 2008 г. ступило в силу новое дополнение к законодательству, регулирующему ответственность на финансовых рынках, которое ужесточает требования к проверке торговых операций с акциями
Алматы	Традиционная система налогообложения, специальное законодательство, регулирующее деятельность РФЦА - предоставление налоговых льгот по доходам от ценных бумаг и по доходам нерезидентов. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (38 стран).	Специализированный финансовый суд в рамках РФЦА, единственный специальный арбитраж на территории СНГ	Нет специального закона, только общие требования к листингу
Варшава	Традиционная система налогообложения. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (65 стран).	Арбитражный суд при Коммерческой палате Польши.	Нет специального закона
Москва	Традиционная система налогообложения. Двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения (68 стран). Повышенные ставки для нерезидентов; нечеткие правила налогообложения для транзакций на срочном рынке.	Международный коммерческий арбитражный суд (МКАС) при Торгово-промышленной палате Российской Федерации, которая утверждает Регламент МКАС, порядок исчисления арбитражного сбора, др. С 1999 года член Международной федерации коммерческих арбитражных институтов (МФКАИ).	Соответствующий законодательный проект представлен ФСФР, но закона пока не существует

Критерии МФЦ	Регулирование финансовых рынков	Уровень развития национального рынка
	Корпоративное управление	Разнообразие финансовых инструментов
Лондон	Передовая система корпоративного управления Великобритании («Объединенный кодекс», приемник Кодекс Cadbury (Cadbury Code of Best Practice) считается одной из самых лучших в мире: раскрытие информации, следование принципам финансовой прозрачности и независимости директоров	Доступность любых форм привлечения капитала. Котировка более 3,000 компаний из более чем 50 разных стран. Широкий спектр корпоративных и государственных облигаций в фунтах стерлингов и в иностранных валютах; стандартизованные и гибкие фьючерсы, опционы на индексы, акции; возможность торговли на трех связанных биржах (Стокгольм, Копенгаген, Осло).
Нью-Йорк	Чётко прописанные правила корпоративного управления на NYSE. В частности, требует наличия большинства «независимых директоров» и вводит требования по защите миноритариев. The Securities Investor Protection Corporation (SIPC) защищает частного инвестора от обмана со стороны брокера	Развитый рынок акций: NYSE - акции более 2700 компаний, NASDAQ – 3200 компаний (OTC), AMEX – 1300 компаний (OTC). Самый большой в мире рынок корпоративных облигаций. В США рынок производных инструментов на ценные бумаги и сырьевые товары в основном сосредоточен на чикагских биржах (CBOE, CME)
Гонконг	Большинство компаний - семейный бизнес, поэтому традиционные агентские проблемы не так серьезны. Однако существуют возможности ущемления интересов миноритарных акционеров. Существуют Code of Best Practice и Code on Corporate Governance. Единый фонд компенсационных выплат инвесторам, находящийся в ведении независимой компании (Investor Compensation Company). Компенсации выплачиваются инвесторам, участвующим в операциях и фьючерсных контрактах по ценным бумагам, зарегистрированным или торгуемым на Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd, в случае возникновения у них убытков в результате неисполнения обязательств со стороны участника торгов	На бирже имеют листинг 1232 национальных эмитента. Долговой рынок существенно уступает рынку акций по объемам торгов, но быстро развивается. Вторая площадка в Азии по торговле опционами (18 млн. контрактов в 2006). Объем торгов фьючерсами на фондовый индекс растет, но по-прежнему значительно уступает другим ведущим рынкам Азии. Существенные ограничения при торговле деривативами (лимиты на позиции)
Сингапур	Совершенствование законодательства по раскрытию информации, Кодекс корпоративного управления с 2001 года; требования по раскрытию информации о правлении для компаний, торгующихся на бирже; создание ведомства по отслеживанию соответствия кодексу деятельности компаний	Долговые инструменты, акции, ETF, GDR, REIT, warrants, процентные и индексные фьючерсы. Спектр азиатских фьючерсов и опционов на акции включает японские, тайваньские, гонконгские и сингапурские контракты. Объем трейдинга облигаций постоянно растет, в особенности в международном сегменте. В 2006 году иностранные долговые ценные бумаги составляли 67% от всей непогашенной задолженности.
Франкфурт	С 2002 года действует кодекс корпоративного управления, ежегодно изменяемый специальной комиссией министерства юстиции. Кодекс нацелен на обеспечения прозрачности германского корпоративного управления для резидентов и иностранцев. Высокие требования по раскрытию информации. Требования по наличию двух отдельных советов - наблюдательный и совет директоров, независимый аудит.	Более 150 тысяч бумаг, включая акции, облигации и деривативы
Дубай	Создание института корпоративного управления при МФЦ для содействия развитию национального бизнеса	Развивающийся рынок: котировка 60 компаний (акции и ГДР). Котируются облигации, исламские облигации (сукук) и структурные продукты. Слабое развитие рынка производных инструментов
Мумбаи	Высокие стандарты корпоративного управления; Требования по привлечению независимых директоров в правление	Более 9000 компаний в листинге 23 национальных бирж. Биржа NSE является мировым лидером торгов по фьючерсам на акции, рынок опционов гораздо меньше, рынок процентных деривативов практически отсутствует, рынок облигаций только начинает развиваться
Шанхай	Кодекс и стандарты корпоративного управления китайских компаний прошедших листинг: компании должны иметь независимых директоров; усиление роли совета директоров; регулирование отношений акционеров и совета директоров; принимаются меры по уменьшению доли государственных пакетов;	Более 1000 компаний котируется на местных биржах. Развитие рынка государственных и корпоративных облигаций отстает от рынка акций. Не развит рынок производных инструментов.
Алматы	В 2005 г. Ассоциацией финансистов Казахстана принят Кодекс корпоративного управления. Основная проблема - повышение прозрачности и раскрытия информации	На Казахской фондовой бирже (KASE) имеют листинг 94 акций в А-списке и 71 в В-списке. Но ликвидность рынка низкая. Не работает рынок производных инструментов.
Варшава	В 2001 г. принят Кодекс наилучшей практики корпоративного управления, составленный согласно принципам корпоративного управления ОЭСР	На бирже WSE имеется листинг у 328 национальных компаний. Сформировавшийся и емкий рынок IPO для небольших компаний. Развивающийся рынок облигаций. Имеются фьючерсы и опционы на индексы.
Москва	Раскрытие информации о собственниках и контроле над компаниями представляет собой одну из ключевых проблем в России; в 2002 г. принят Кодекс корпоративного поведения, однако культура корпоративного управления пока не сложилась	На двух основных площадках ММВБ и РТС котируется около 200 акций. Рынок корпоративных облигаций менее развит по сравнению с рынком акций. Число деривативов невелико: 36 фьючерсов и 17 опционов.

Критерии МФЦ	Уровень развития национального рынка	
	Уровень развития финансовой инфраструктуры	Наличие рынка для молодых и быстрорастущих компаний
Лондон	<p>Хорошо развитая инфраструктура: Лондонская фондовая биржа (LSE); Управление Великобритании по листингу (UKLA); Лондонская клиринговая палата (LCH); Расчетная система CRESTCo (стандартный срок расчета T+3); Биржа производных инструментов EDX London Ltd; Специальные объединения по определенным секторам.</p> <p>Общая стоимость доступа к капиталу в Лондоне ниже, чем в США (более выгодные ценовые скидки при IPO, комиссия за андеррайтинг ниже на 50%, более низкий объем вознаграждения за оказание проф. услуг в целом).</p>	LSE AIM: торговая площадка для малого и среднего бизнеса (с 1995 г.), 1060 компаний с капитализацией 37 млрд. фунтов стерлингов
Нью-Йорк	Три биржи: NYSE, NASDAQ и AMEX. Крупная интегрированная система, включающая биржи и Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), (в последнюю входит ряд более мелких компаний типа DTC и FICC)	AMEX – для молодых некрупных компаний OTC Bulletin Board (не является формально частью NASDAQ) – для компаний малого и среднего бизнеса.
Гонконг	Гонконгская клиринговая компания (HKSCC) использует централизованную расчетно-клиринговую систему (CCASS) при проведении операций с разрешенными ценными бумагами, зарегистрированными или торгуемыми на Гонконгской фондовой бирже (SEHK). Все расчеты по биржевым операциям производятся по схеме T+2.	Имеется площадка для молодых и быстрорастущих компаний: Growth Enterprise Market – GEM
Сингапур	Сингапурская биржа (SGX) - эффективно управляемая торговая площадка. Все акции являются бездокументарными. Центральный депозитарий (CDP) является дочерней компанией SGX и осуществляет хранение, клиринг и расчеты по ценным бумагам. CDP является основным номинальным держателем акций и владеет ими от лица вкладчиков. Базовые ценные бумаги зарегистрированы на CDP и хранятся в банке-депозитарии. Расчеты осуществляются по истечении трех дней с даты исполнения контракта (T+3).	SGX Sesdaq - специальная торговая площадка. Для эмитентов нет формальных минимальных требований, касающихся операционного опыта, прибыли или акционерного капитала. Однако предполагается, что эмитент докажет наличие средств для финансирования проекта или разработки нового продукта и т.п.
Франкфурт	Единая вертикально интегрированная система расчетов и клиринга под контролем Deutsche Börse (FSE, Eurex, Clearstream).	Deutsche Börse AG для молодых быстрорастущих компаний.
Дубай	Выделенная инфраструктура МФЦ; Международная фондовая биржа, товарная биржа; Управление по финансовым инструментам (DFSA); Централизованный регистратор; Арбитражный суд (DIFC Court); Электронные торги; непродолжительная процедура выхода на первичное размещение, небольшое количество андеррайтеров	Отсутствует
Мумбаи	Две основные биржи: Бомбейская Фондовая Биржа (BSE) и Национальная Фондовая Биржа (NSE); Два депозитария: Central Depository Services (India) Ltd, National Securities Depository of India Ltd.; Единая национальная расчетно-клиринговая система NSCCL, нетто-поставки членов клиринговой палаты в бездокументарной форме; NSCCL также осуществляет клиринговые и расчетные функции в сегменте опционов и фьючерсов; Торговля деривативами происходит на бирже NSE	В 2005 г. Бомбейская фондовая биржа (BSE) сформировала специальный сегмент для SME. В платформе Indonex свыше 500 компаний.
Шанхай	Шанхайская Фондовая Биржа (SSE); Два депозитария: CSDCC (расчеты и клиринг для ценных бумаг), CDC – не банковское госучреждение для клиринга сделок на рынке с фиксированной доходностью; Современная система электронных торгов; Большое количество брокеров; Развитая рыночная инфраструктура; Двойной листинг крупнейших компаний в Китае и за рубежом	Планируется создать площадку SME на Шеньчженьской бирже и третью самостоятельную площадку
Алматы	Эффективная консолидированная инфраструктура с выделенной площадкой для РФЦА. Наличие Центрального депозитария.	Отсутствует
Варшава	Развитая инфраструктура рынка вокруг Варшавской фондовой биржи (WSE). Автоматическая система торгов, похожая на Europex.	Отдельный сегмент для технологических компаний малого и среднего бизнеса (SiTech). Площадка для молодых и динамично развивающихся польских компаний (NewConnect)
Москва	Две основные биржи: ММВБ и РТС, каждая из них имеет свою вертикально интегрированную клиринговую и расчетную систему. Существует большое количество организаций, занимающихся клиринговой и депозитарной деятельностью. Основной рынок акций - ММФБ, основной рынок деривативов - FORTS в составе РТС.	На ММВБ есть сектор инновационных и растущих компаний (ИПК), а на РТС - сегмент для молодых компаний (RTS START).

Критерии МФЦ	Уровень развития национального рынка		
	Развитость институциональных инвесторов	Вовлеченность населения в финансовые рынки	Использование рейтингов независимых агентств
Лондон	Высокая (институциональные инвесторы – 49% капитализации), развитые пенсионные фонды (16%), страховые компании (17%), инвестиционные компании (16%)	Высокая: 25% населения владеют финансовыми инструментами	Представлены все независимые рейтинговые агентства, значительное влияние рейтингов на поведение рынка
Нью-Йорк	Очень высокая: больше 60% капитализации приходится на банки, ПИФы и пенсионные фонды	Высокая	Банки не могут инвестировать в облигации ниже инвестиционного рейтинга; пенсионные фонды не могут инвестировать слишком большую долю активов в облигации ниже инвестиционного рейтинга
Гонконг	В 2005-06 гг. 26% оборота рынка ценных бумаг приходилось на местных институциональных инвесторов, 41% - на зарубежных инвесторов	В 2005-06 гг. 27% оборота рынка ценных бумаг приходилось на местных розничных инвесторов	Имеются представительства трех крупнейших мировых агентств.
Сингапур	Большое развитие получили частные пенсионные фонды и фонды коллективных инвестиций.	Широкое участие физических лиц в фондах коллективных инвестиций.	Имеются представительства трех крупнейших мировых агентств. Регулирующие органы используют кредитные рейтинги.
Франкфурт	Средняя (институциональные инвесторы - 20% капитализации)	Средняя. Сильный банковский сектор ведёт к падению интереса к фондовому рынку.	Для пенсионных фондов нет ограничений
Дубай	Средняя (институциональные инвесторы – 16% капитализации)	Средняя	Незначительное
Мумбаи	Средняя (институциональные инвесторы – 20% капитализации). Услуги пенсионного страхования предоставляются страховыми компаниями.	Средняя: 7% населения являются инвесторами	Рейтинги используются в регулировании.
Шанхай	Низкая	Высокая в абсолютном показателе – 3 млн. чел., но низкая в процентном – 0.2%	Имеются представительства S&P, Moody's. Рейтинги начали использоваться в регулировании в 2007 году
Алматы	Сильная банковская и пенсионная система. Паевые инвестиционные фонды только начали развиваться.	Низкая.	В регулировании рейтинги широко не используются
Варшава	Средняя.	Высокая. Треть всего населения участвует в паевых и страховых схемах коллективных инвестиций.	Нет информации
Москва	Низкая. Активы паевых инвестиционных фондов оставляют всего 2.5% ВВП, активы негосударственные пенсионных фондов составляют всего лишь 1.5% ВВП. Активы страховых компаний составляли всего 0.9% ВВП в 2006 году.	Низкая: в финансовые рынки вовлечено менее миллиона человек.	В России работают три крупнейших международных агентства и несколько национальных рейтинговых агентств, но их рейтинг используются при регулировании весьма незначительно.

Критерии МФЦ	Интегрированность в глобальные рынки капитала			
	Доступ иностранных участников к национальному финансовому рынку	Доступ внутренних инвесторов к активам, торгуемым за рубежом	Доступ иностранных активов к обращению и размещению в стране	Соответствие локальных стандартов бухгалтерской отчетности мировой практике
Лондон	Отсутствуют ограничения по движению капитала. Прямой доступ к финансовым рынкам, потребителям и поставщикам профессиональных услуг.	Свободный	Ведущий рынок IPO иностранных компаний. Достаточно жесткие требования для получения листинга, упрощенные правила для GDR.	UK GAAP
Нью-Йорк	Свободный	Свободный	Высокие требования к раскрытию информации согласно закону Sarbanes-Oxley.	US GAAP: прозрачные правила, близкие к МСФО.
Гонконг	Свободный	Свободный	Существует возможность эмиссии гонконгских депозитарных расписок (HDR).	HK GAAP идентичны МСФО.
Сингапур	Валютные операции компаний-нерезидентов не контролируются и не облагаются налогом на прирост капитала. Иностранные компании могут осуществлять покупку ценных бумаг без каких-либо ограничений. Ограничения доли иностранного участия существуют лишь для определенных компаний. Также не существует ограничений на репатриацию дохода, капитала и прироста капитала.	Отсутствуют ограничения на приобретение иностранных ценных бумаг резидентами	Дружественная политика в отношении иностранных компаний. Сингапур - ведущий рынок облигаций и акций для азиатских компаний	Singapore Accounting Standards (SAS) схожи с МСФО. Компаниям разрешено использовать МСФО или US GAAP.
Франкфурт	Входит в 20 городов с самым простым доступом для капитала	Свободный	Требования по капитализации, времени существования, отчетности и количеству акций в свободном обращении. Требования различаются в зависимости от сегмента.	German GAAP: трудное, но дешёвое по сравнению с МСФО. Планируется перевод на МСФО только публичных и крупных компаний.
Дубай	Отсутствие ограничений по движению капитала в МФЦ, единые правила листинга, ограничения по доле собственности в компаниях ОАЭ	Через международные брокерские компании	Свободная экономическая зона для международных компаний: соответствующие правила листинга, ГДР.	Локальные стандарты для национальных компаний, подготовка к переходу на IFRS. Иностранные компании должны использовать IFRS с оговоркой возможности использования других стандартов.
Мумбаи	Некоторые ограничения: зарегистрировано 986 иностранных институциональных инвесторов (ФИ), имеющих право работать на индийском рынке; ограничение в 5% капитала для иностранцев; нерезиденты индийского происхождения имеют более широкий доступ; размещение ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов (QIP) открывает доступ к глобальному институциональному капиталу без листинга вне Индии	Свободный	Стандартные требования. При выпуске индийских депозитарных расписок (IDR) необходим листинг на зарубежной бирже и выпуск не менее 12.5 млн. долл. Депозитарными расписками могут торговать иностранные институциональные инвесторы при разрешении ЦБ.	Стандарты бухучета точно соответствуют МСФО, а с 1 апреля 2011 года МСФО будут использоваться всеми публичными компаниями.
Шанхай	Доступ сильно ограничен: деление акций на классы: «А» - только для китайцев, «В» - для всех; «Н» - акции на Гонконгской бирже. Выпуск не более 50% акций доступен иностранцам. Постепенно различия между классами акций стираются; с 2002 г. квалифицированные иностранные инвесторы могут вкладывать средства в акции класса «А». Таких инвесторов около 30. С 2006 г. во вновь зарегистрированных компаниях иностранные инвесторы могут становиться стратегическими инвесторами	Существенные ограничения	Нет доступа иностранных активов на местные биржи, но власти говорят о скорой отмене ограничений; некоторые международные компании уже заявили о планах размещения на Шанхайской Бирже в случае снятия ограничений	МСФО не внедрены на государственном уровне; Китайские стандарты финансовой отчетности устарели, поскольку создавались до появления рыночной экономики в Китае
Алматы	Учредителем или акционером компании, намеревающейся осуществлять деятельность на рынке ценных бумаг Казахстана, не могут быть компании, зарегистрированные в офшорных зонах, за исключением Андорры, Лихтенштейна, Монако, Либерии и Маршалловых островов.	Свободный	Существует возможность выпуска казахстанских депозитарных расписок.	Закон от 2007 года обязывает публичные компании составлять финансовую отчетность в соответствии с международными стандартами.
Варшава	Иностранные инвесторы могут приобретать акции компаний, зарегистрированных на WSE с незначительными ограничениями.	Свободный	Существует теоретическая возможность выпустить депозитарные расписки, однако на практике к этому никто не прибегал.	Поскольку Польша входит в состав ЕС, польские компании, зарегистрированные на фондовых биржах ЕС, с 2005 года должны были перейти на МСФО.
Москва	Закон "О порядке осуществления иностранных инвестиций в коммерческие организации, имеющие стратегическое значение для национальной безопасности РФ" ограничивает иностранные инвестиции в 42 "стратегические" отрасли.	Затруднен ограничениями на обращение иностранной валюты на территории РФ.	Создана законодательная база для обращения российских депозитарных расписок (РДР). Закон о прямом доступе иностранных компаний рассматривается в Госдуме.	МСФО обязательны для использования только банками. Лишь 12% компаний нефинансового сектора используют отчетность по МСФО.

Критерии МФЦ	Квалифицированный персонал		
	Уровень финансового образования	Визовый и миграционный режим	Гибкость и ёмкость рынка труда
Лондон	Высокий уровень образовательных программ для студентов и профессионалов	Упрощенный визовый режим для специалистов	Ёмкий рынок труда, высокий уровень концентрации специалистов, низкий уровень формальных барьеров при найме/увольнении сотрудников, высокий уровень зарплат
Нью-Йорк	Высокий уровень образования, особенно высшего. Самая продвинутая система научных исследований в университетах.	Усложнённый визовый режим после 9/11 и SOX, тем не менее, наличие упрощённой процедуры для отдельных групп обеспечивает конкурентное преимущество	Очень гибкий рынок труда, широкий рынок высококвалифицированных кадров. Средний уровень зарплат.
Гонконг	Развитая система бизнес-образования при поддержке правительства, однако, всего 12% населения имеют высшее образование	Упрощенная возможность получения разрешения на работу (12 месяцев) без получения рабочей визы для специалистов и инвесторов.	Достаточно гибкий и либеральный рынок труда, нехватка квалифицированной рабочей силы
Сингапур	Развитая система бизнес-образования при поддержке правительства	Благоприятная структура регулирования, визовый режим и миграционная политика	Наиболее гибкий и либеральный рынок, дефицит квалифицированных специалистов
Франкфурт	Негибкая система образования, устаревшая по ряду параметров. Специальная программа по подготовке кадров для ФЦ: «Финансовое поле Германии».	Трудно получить рабочую визу. Упрощённый режим только для определенного спектра профессий.	Жёсткое трудовое законодательство, сильно ограничивающее нанимателя. Сильные профсоюзы. Узкий рынок резидентов. Высокий уровень зарплат
Дубай	Создание нового образовательного центра в Дубае	Упрощенный визовый режим для специалистов	Высокая мобильность на рынке труда Узкий рынок резидентов
Мумбаи	Наличие признанных школ MBA; нехватка магистерских программ по финансам мирового уровня; нехватка квалифицированных преподавателей специализированных финансовых дисциплин	Упрощенный визовый режим с 18 странами; Многократные бизнес визы на 5 лет для коротких визитов сроком до 90 дней	Очень гибкий рынок труда, запрет на забастовки и организацию профсоюзов, узкий рынок квалифицированных кадров, особенно среди резидентов
Шанхай	Растущий уровень финансового образования при государственной поддержке.	Получение визы 1-5 рабочих дней	Зарегулированный рынок, высокие формальные барьеры при найме сотрудников, широкий рынок квалифицированной рабочей силы. "Инвертированная" утечка мозгов
Алматы	Тенденция к улучшению качества образования, нехватка преподавателей экономико-финансовых дисциплин	Безвизовый режим для большинства стран СНГ, упрощенное получения рабочей и бизнес виз для ряда специальностей	Гибкое трудовое законодательство, узкий рынок квалифицированной рабочей силы.
Варшава	Развивается преподавание финансовой грамотности в школах, изменение программы высшего образования на более современную (европейскую)	Существует статус резидента, единый механизм получения рабочей или бизнес визы для всех специальностей и уровней квалификации	Достаточно жёстко регулируемый рынок труда, негибкое трудовое законодательство. Узкий рынок резидентов. Отток квалифицированных кадров
Москва	Низкий уровень качества высшего образования, нехватка финансового и бизнес-образования.	Длительный процесс получения виз, нет краткосрочных виз, нет статуса резидента. Институт регистрации.	Жёсткое трудовое законодательство, нехватка квалифицированных кадров, узкий рынок иностранных и местных специалистов.

Критерии МФЦ	Социальная и бизнес инфраструктура				
	Знание и использование английского языка	Качество и стоимость жизни	Жилищная инфраструктура	Офисная недвижимость и инфраструктура	Транспортная система
Лондон	Официальный язык	Высокое качество и высокая стоимость жизни	Высокие арендные ставки, развитая жилищная инфраструктура	Развитая офисная инфраструктура	Развитая транспортная система (включая сообщение между аэропортом и городом, такси, метро)
Нью-Йорк	Официальный язык	Высокий уровень качества жизни	Развитая инфраструктура. Высокие цены на жилую недвижимость. План развития жилищного фонда до 2030 года	Развитая инфраструктура, наблюдается дефицит офисных помещений. Средний уровень цен на офисные помещения	Город с одной из наиболее развитых транспортных инфраструктур
Гонконг	Английский язык имеет статус государственного и основного языка делового общения. Однако для повседневной коммуникации требуется знание китайского языка.	Дорогой и не очень комфортный для проживания город	Дефицит жилой недвижимости, высокий уровень развития инфраструктуры	Развитая инфраструктура; постоянное строительство дополнительных офисов - небоскрёб ICC.	Высокоразвитая транспортная сеть. Около 90% дневных поездок (11 млн.) совершаются на общественном транспорте (самая высокая доля в мире). Международный аэропорт Гонконга несколько раз признавался лучшим в мире.
Сингапур	Английский является основным языком для государственных органов. В школе английский является обязательным. Официальные публикации и дорожные знаки используют английский язык.	Достаточно комфортный и безопасный город	развитой жилищный фонд, высокий уровень жилищной инфраструктуры, очень высокая стоимость недвижимости	Развитая инфраструктура; количество офисных помещений соответствует спросу.	Один из лучших аэропортов в мире, разветвленная сеть автодорог, метро.
Франкфурт	широко распространён среди старшего поколения, в бизнесе и сфере услуг	Очень высокий уровень качества жизни	Развитая инфраструктура.	Развитая инфраструктура, достаточное количество офисных помещений. Средние цены на офисные помещения для МФЦ	Крупный международный аэропорт, соединённый с финансовым центром прямой линией метро. Дороги с не очень интенсивным движением.
Дубай	Широкое распространение в деловой среде	Высокая стоимость жизни	Высокие арендные ставки, стремительный рост жилищного фонда	Развитая офисная инфраструктура. Высокая стоимость аренды офисной недвижимости	Развитая транспортная система. Строительство международного аэропорта (Dubai World Central International Airport)
Мумбаи	Широкое распространение в деловой среде	Низкий уровень качества жизни (172/215)	Бурный рост строительства и расширение города	Высокие издержки аренды офисных помещений	Загруженная транспортная система в городе
Шанхай	Широкое распространение в деловой среде	Низкий уровень качества жизни (139/215)	Инвестиции в расширение жилищного фонда	Развитая инфраструктура (район Пудун)	Одна из самых передовых транспортных систем в Китае; Современный аэропорт с удобной транспортной связью с городом
Алматы	Основной язык делового общения (после русского). Слабо распространён в других сферах жизни.	Низкое качество жизни при достаточно высокой стоимости	Недостаточный жилищный фонд, низкий уровень развития инфраструктуры. Высокие цены на новые дома с развитой жилищной и социальной инфраструктурой.	Развивающаяся офисная инфраструктура: строительство финансового центра.	Развивающаяся транспортная система: строится метро.
Варшава	Язык делового общения. Слабо распространён в сфере услуг	Сравнительно высокое качество жизни при относительно невысокой стоимости	Строительный бум, большое количество домов с различным уровнем инфраструктуры	Развитая инфраструктура.	Развитая европейская транспортная система; мало пробок.
Москва	Не распространён в инфраструктуре и сфере услуг. Не используется в госучреждениях. Язык делового общения.	Самый дорогой город в мире, при этом невысокий уровень качества жизни.	Медленное увеличение жилищного фонда, слабо развитая транспортная и социальная инфраструктура. Недостаток гостиниц и съёмных квартир высокого качества.	Бурно развивающаяся офисная инфраструктура: строительство "Москва-Сити".	Загруженная транспортная система: городские власти собираются вводить новый скоростной трамвай; аэропорты Москвы с недавнего времени связаны с городом железнодорожным транспортом.

Критерии МФЦ	Социальная и бизнес инфраструктура	Общая конкурентоспособность			
	Электронные коммуникации	Имидж и бренд МФЦ	Доверие бизнеса и потребителей	Экономическая свобода	Уровень коррупции
Лондон	Широкое использование Интернета (Wi-Fi, государственные Интернет-ресурсы)	LSE, City of London - символы МФЦ	Одна из самых дружественных стран для ведения бизнеса	Высокая	Низкий уровень коррупции
Нью-Йорк	85% покрытие широкополосным доступом в Интернет. Наличие информативных сайтов у всех государственных органов. Наполнение сайта варьируется в зависимости от указанной пользователем «специальности»	NYSE - глобальный МФЦ, также обеспечивающий доступ к рынку США	Средний уровень доверия	Экономически свободная страна (5-е место в мире)	Низкий уровень коррупции
Гонконг	Около 3 млн. интернет учётных записей (dial-up и широкополосный доступ) - 40% населения	IFC - известный бренд гонконгской финансовой индустрии; ассоциация с небоскрёбом - Tower 2.	9 место в индексе Business Confidence Index 2007	Самая экономически свободная страна в мире: крайне эффективное государственное вмешательство сведено к минимуму.	Низкий уровень коррупции
Сингапур	Создается бесплатная беспроводная сеть по всему городу.	Листинг на SGX является своего рода знаком качества, который признается во всем мире.	Очень высокий уровень доверия	Второе место в индексе экономической свободы; экономически, является одной из самых либеральных стран в мире.	Наименее коррумпированная страна в Азии, одна из наиболее свободных от коррупции стран в мире
Франкфурт	Наличие информативных сайтов у всех государственных органов. Все сайты отображаются и на английском языке	Deutsche Börse. Региональный финансовый рынок.	Очень высокий уровень доверия	Достаточно свободная страна (23-е место в мире)	Низкий уровень коррупции
Дубай	Dubai Internet City, Dubai Media City (свободные экономические зоны), широкое использование Интернета	Позитивный имидж, ожидание будущего роста, Символ – DIFC	Позитивные ожидания, короткая репутация	Сильная зависимость рынка от государственных решений, ограничения на долю иностранного капитала в национальном бизнесе	Высокие зарплаты в государственном секторе, при этом сохраняется коррупция
Мумбаи	Сайты государственных учреждений отображаются на английском языке	Ожидание будущего роста в Индии	Высокое	Низкий уровень: Индия могла бы улучшить позиции за счет либерализации торговли, дерегуляции, и борьбы с коррупцией.	Очень высокие показатели бизнес коррупции.
Шанхай	Высокий уровень развития: удобный доступ к рыночным операциям для частных инвесторов посредством сети Интернет; низкие операционные издержки	Позитивный имидж, ожидание будущего роста в Китае	Высокое	Низкий уровень. Слабая защита прав собственности; давящая бюрократия; коррупция.	Коррупция есть, несмотря на суровое антикоррупционное законодательство
Алмагты	Довольно низкий уровень развития: недостаточное количество современных телефонных линий, низкое число интернет-пользователей.	Ожидание будущего роста RFCA; пока малоизвестный бренд.	Средний уровень доверия; невысокое качество регулирования бизнеса.	Относительно свободная экономика, но проблемы с правами собственности и коррупцией	Очень высокий уровень коррупции на государственном и мелком уровне.
Варшава	Средний уровень развития: наблюдается рост современных телефонных линий и интернет пользователей.	WSE по-прежнему локальный бренд.	Высокий уровень доверия; проблемы с излишней зарегулированностью.	Средний уровень: зарегулированный рынок труда и сильное вмешательство государства в экономику.	Коррупция присутствует, несмотря на европейское антикоррупционное законодательство.
Москва	Средний уровень развития: недостаточное количество современных телефонных линий, небольшое количество интернет-пользователей.	Ожидание будущего роста; пока отсутствует ассоциация с Москвой, как с финансовым центром.	Средний уровень доверия; низкое качество регулирования бизнеса.	Низкая экономическая свобода: высокие тарифы, квоты, высокая зарегулированность, бюрократия, слабо защищенные права собственности.	Очень высокий уровень коррупции: частое злоупотребление служебным положением в целях личной выгоды.

Критерии МФЦ	Общая конкурентоспособность			
	Уровень коррупции	Политические риски	Финансовая грамотность населения	Экономическое развитие
Лондон	Низкий уровень коррупции	Незначительные	Высокая	Высокий уровень развития
Нью-Йорк	Низкий уровень коррупции	Средние	Средняя	Высокий уровень развития. Одна из крупнейших экономик мира, средний уровень неравенства
Гонконг	Низкий уровень коррупции	"Одна страна, две системы", Гонконг - особый административный регион Китая, что предполагает определенный уровень политических рисков.	Средняя	Высокий экономический рост, отсутствует инфляция, но достаточно высокий уровень социального неравенства
Сингапур	Наименее коррумпированная страна в Азии, одна из наиболее свободных от коррупции стран в мире	Правящей партией постоянно является People's Action Party (PAP). "Гибридный режим" с элементами демократии и авторитаризма (Economist Intelligence Unit), "частично свободная" страна (Freedom House)	Средняя	Высокий экономический рост, низкая инфляция, но достаточно высокий уровень социального неравенства
Франкфурт	Низкий уровень коррупции	Низкие	Высокая	Высокий уровень развития. ЕС – крупнейшая экономика мира. Неравенство на «допустимом уровне»
Дубай	Высокие зарплаты в государственном секторе, при этом сохраняется коррупция	Незначительные	Средняя	Высокий ВВП на душу населения, высокие доходы в нефтегазовой сфере, стремление к диверсификации экономики, высокая инфляция
Мумбаи	Очень высокие показатели бизнес коррупции.	Высокие	Низкая	Высокий экономический рост, диверсификация экономики, но низкий подушевой ВВП и большой с/х сектор
Шанхай	Коррупция есть, несмотря на суровое антикоррупционное законодательство	Достаточно высокие, несмотря на политическую стабильность	Низкая	Высокий экономический рост, но низкий подушевой ВВП, растущее неравенство в доходах
Алматы	Очень высокий уровень коррупции на государственном и мелком уровне.	Достаточно высокие, несмотря на политическую стабильность.	Невысокая. Отсутствуют традиции инвестирования	Высокий экономический рост; средний подушевой доход; растущее неравенство в доходах.
Варшава	Коррупция присутствует, несмотря на европейское антикоррупционное законодательство.	Средние: с тех пор как Польша вступила в Евросоюз, риски сильно упали.	Относительно высокая, приближающаяся к европейскому уровню	Средний экономический рост; средний подушевой ВВП; низкая инфляция.
Москва	Очень высокий уровень коррупции: частое злоупотребление служебным положением в целях личной выгоды.	Высокие политические риски: случаи национализации, экспроприации и конфискации частной собственности (ЮКОС, РуссНефть и т.д.)	Средняя в Москве, низкая в целом по стране	Высокий экономический рост и средний подушевой доход; растущее социальное неравенство; высокая инфляция.

Приложение 4. Сравнительный анализ МФЦ по количественным показателям.

Показатели	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур	Франкфурт	Дубай	Мумбаи	Шанхай	Москва	Варшава	Алматы
1. Регулирование финансовых рынков											
Качество регулирования											
Индекс верховенства закона, Rule of Law, World Bank, 2007, от 0 до 100	92.9	91.9	90.5	95.2	94.3	69.5	56.2	42.4	16.7	59	23.8
Индекс качества регулирования, Regulatory quality, World Bank, 2007, от 0 до 100	98.1	90.8	99.0	98.5	92.7	71.8	46.1	45.6	35.0	72.3	34.5
Индекс сложности ведения бизнеса, Ease of doing business (место из 178 стран, IFC, 2008)	6 место	3 место	4 место	1 место	20 место	68 место	120 место	83 место	106 место	74 место	71 место
Избранные составные элементы:											
Индекс защиты инвесторов	9 место	5 место	3 место	2 место	83 место	107 место	33 место	83 место	83 место	33 место	83 место
Индекс сложности исполнения контрактов	24 место	8 место	1 место	4 место	15 место	144 место	177 место	20 место	19 место	49 место	28 место
Индекс сложности налогообложения бизнеса	12 место	76 место	3 место	2 место	67 место	4 место	165 место	168 место	130 место	125 место	44 место
Налогообложение											
Ставки налогообложения (2007 г.) (источники: PKF Worldwide tax guide 2008, НАУФОР)											
на доход физических лиц	10-32.5%	до 35%	17.5%	18%	15-45%	0%	30%	25-33%	13%, 30% (нерезиденты)	19%	30%
на прирост стоимости ценных бумаг	20-40%	до 35%	0%	0%	25%	0%	10-40%	33%	13%	19%	0%
на дивиденды	0%	0-30%	0%	0%	20%	0%	20%	10%	9%, 15% (нерезиденты)	19%	0%
на проценты	20%	0-30%	0%	10%	0%	0%	20%	10%	20%	20%	20%
на роялти	20%	0-30%	5.25-17.5%	10%	25%	0%	10%	10%	20%	20%	10%
пошлина на оборот ценных бумаг	0.5%	-	-	-	-	0%	0.017-0.25%	-	-	-	-
Индекс сложности налогообложения бизнеса, Ease of paying taxes, (место из 178 стран, IFC, 2008)	12 место	76 место	3 место	2 место	67 место	4 место	165 место	168 место	130 место	125 место	44 место

Показатели	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур	Франкфурт	Дубай	Мумбаи	Шанхай	Москва	Варшава	Алматы
Избранные составные элементы:											
Общий налоговый сбор (% от прибыли компании)	35.7%	46.2%	24.4%	23.2%	50.8%	14.4%	70.6%	73.9%	51.4%	67%	58%
Количество налоговых платежей	10	21	3	5	39	31	162	104	58	122	15
Время, затраченное на налоговую отчетность и платежи (часы/год)	22	122	13	3	65	2	105	167	151	146	105
2. Инфраструктура финансового рынка											
Рынок акций (источники: НАУФОР; World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, 2007)											
Капитализация рынка акций в стране (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	3 851.7 139%	19 923 144%	2 654.4 1284%	539.2 334%	2 105.2 63%	20.3 11%	1 819.1 166%	4 479.3 138%	1 334.2 103%	211.6 50%	53.7 52%
Годовой объем торгов биржевого рынка акций (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	10 334 373%	29 910 216%	2 137 1034%	381 236%	4 325 130%	1.5 1%	751 68%	6 174 190%	1 276 99%	88.1 21%	9 9%
Доля акций в обращении (free float) (2006)	-	-	-	-	-	-	37.4%	21.1%	34.7%	35.7%	-
Суммарный объем IPO на биржах страны (млрд. долл., 2007)	50.4	76.5	37.5	5.1	10.4	4.2	17.6	63.3	26.7	1.9	1.5
Рынок облигаций (источники: CBonds; World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, 2007)											
Стоимость выпущенных корпоративных облигаций (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	3 025.8 109%	29 240 211%	31.7 15%	380.4 236%	5 335 161%	0.0 0%	468 43%	1 565 48%	243 19%	142 34%	11.2 11%
Объем торгов корпоративных облигаций (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	453.2 16%	17 418.7 126%	33.6 16%	25.7 16%	1 146 34%	0 0%	38.3 3%	486.7 15%	115 9%	0.6 0.1%	2.6 2.5%
Рынок деривативов (источник: World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, 2007)											
Биржи, по которым рассчитаны показатели рынка деривативов	Liffe, LSE	CBOT, CBOE, CME	Hong Kong Exchanges	Singapore Exchange	EUREX	DSE	NSE India	Shanghai Futures Exchange	RTS, MICEX	WSE	KASE
Номинальная стоимость опционов (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	172 848 6 234%	402 235 2 906%	3 148 1 523%	29 18%	33 242 1 001%	0 0%	397 36%	0 0%	52 4%	5 1.2%	0 0%

Показатели	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур	Франкфурт	Дубай	Мумбаи	Шанхай	Москва	Варшава	Алматы
Номинальная стоимость фьючерсов (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	451 757 16 294%	857 278 6 193%	4 342 2 101%	5 347 3 315%	137 581 4 141%	0.0 0%	2 557 233%	0 0%	240 19%	123 29%	0 0%
Годовой объем торгов биржевого рынка опционов (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	152 5%	454 3%	13,6 7%	0 0%	626 19%	0 0%	9 1%	0 0%	-	0.09 0%	0 0%
Инвесторы (источники: OECD, ICI Factbook 2008, НАУФОР; McKinsey Global Institute, Mapping Global Capital Markets, 2008)											
Активы в негосударственных накопительных пенсионных фондах (млрд. долл., 2006) (% ВВП)	2 002.1 82.2%	9 945.1 75.6%	-	-	123 4.2%	-	33 (2005) 4.2%	38 (2005) 1.7%	19.2 (2007) 1.5%	38 11%	3 (2005) 3%
Стоимость чистых активов паевых фондов (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	945 39%	12 021 91%	818 431%		372 13%	-	109 12%	434 16%	31.3 3.2%	46 13%	1.2 1.5%
Активы страховых компаний (млрд. долл., 2005) (% ВВП)	2 184 97.9%	6 074 (2006) 45.9%	-	-	1 224 43.8%	-	104 13.3%	141 6.3%	9 (2006) 0.9%	19 6.5%	1.5 (2005) 1.5%
Объем банковских депозитов (млрд. долл., 2006) (% ВВП)	2 930 122%	10 028 76%	-	130 (2004) 119%	3 033 104%	-	640 73%	4 469 169%	415 32%	143 34%	31 (2005) 30%
Объем банковского кредитования (млрд. долл., 2007) (% ВВП)	3600 130%	9206 66%	300 145%	150 93%	4200 126%	-	600 55%	2 500 77%	524 41%	180 43%	58 56%
Количество представительств иностранных банков (Различные источники из прессы)	486	253	181	205	106	26	29	74	71	-	14
Доля населения, инвестирующего в акции, 2005	21.6%	11.3%	19.6%	-	5.7%	-	0.6%	5.6%	0.4%	0.9%	-
Доля населения, инвестирующего в ценные бумаги инвестиционных фондов, 2005	-	15.5%	-	-	9.8%	-	0.4% (2006)	-	1.2%	31%	-
Индекс финансового развития (рейтинг и место из 52 стран, World Economic Forum, 2008)	5.8 2 место	5.9 1 место	5.2 8 место	5.1 10 место	5.3 3 место	4.6 16 место	3.6 31 место	4.1 24 место	3.4 36 место	3.3 41 место	3.1 45 место
Составные элементы:											
Институциональная среда	6.1 5 место	6.0 12 место	6.2 2 место	6.3 1 место	6.1 6 место	5.0 24 место	3.4 43 место	3.3 46 место	3.1 48 место	3.5 42 место	3.1 47 место
Бизнес среда	5.3 11 место	5.3 12 место	5.6 4 место	5.8 1 место	5.4 10 место	5.1 18 место	3.6 45 место	4.1 35 место	4.1 34 место	4.6 30 место	3.5 47 место

Показатели	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур	Франкфурт	Дубай	Мумбаи	Шанхай	Москва	Варшава	Алматы
Финансовая стабильность	5.0 23 место	5.5 10 место	5.2 17 место	6.2 1 место	5.8 6 место	5.5 9 место	4.7 28 место	5.2 19 место	4.4 33 место	4.1 38 место	3.6 45 место
Банки	5.5 3 место	5.8 1 место	5.2 5 место	3.6 32 место	4.9 9 место	5.3 4 место	2.6 50 место	5.0 7 место	2.9 45 место	3.2 38 место	3.1 41 место
Небанковские финансовые посредники	6.5 1 место	6.1 2 место	3.5 13 место	2.9 19 место	4.1 7 место	1.9 39 место	3.2 16 место	3.3 15 место	3.7 10 место	1.7 43 место	3.6 12 место
Финансовые рынки	5.9 2 место	6.1 1 место	4.2 11 место	5.0 6 место	4.9 7 место	4.3 10 место	3.0 22 место	2.7 30 место	2.1 41 место	2.1 39 место	1.8 44 место
Размер, глубина и доступ к рынку капитала	6.5 4 место	6.1 8 место	6.6 3 место	6.2 7 место	5.8 9 место	5.2 23 место	4.9 28 место	5.1 24 место	3.6 45 место	3.7 44 место	3.2 49 место
Индекс доступности капитала, Capital Access Index (Milken Institute, 2007), от 0 до 10, 122 страны	8.23 (2 место)	7.50 (11 место)	8.27 (1 место)	7.88 (4 место)	7.05 (17 место)	6.13 (29 место)	5.50 (41 место)	5.26 (45 место)	5.00 (49 место)	5.54 (39 место)	-
Избранные составные элементы:											
Индекс институционального развития	8.94 (1 место)	8.41 (7 место)	8.59 (3 место)	8.71 (2 место)	8.18 (12 место)	5.27 (57 место)	5.12 (63 место)	5.47 (49 место)	4.29 (86 место)	4.53 (80 место)	-
Индекс развития финансовых и банковских институтов	8.22 (9 место)	7.22 (19 место)	8.78 (4 место)	8.11 (11 место)	7.56 (15 место)	6.33 (33 место)	5.78 (39 место)	4.33 (59 место)	4.67 (51 место)	5.56 (41 место)	-
Индекс развития рынка акций	8.50 (1 место)	7.33 (8 место)	7.33 (8 место)	5.50 (31 место)	7.33 (8 место)	5.50 (31 место)	6.33 (21 место)	4.50 (42 место)	4.00 (47 место)	4.17 (44 место)	-
Индекс развития рынка облигаций	7.50 (3 место)	7.25 (9 место)	6.50 (18 место)	5.50 (32 место)	6.50 (18 место)	7.25 (9 место)	5.25 (35 место)	5.75 (30 место)	5.75 (30 место)	3.75 (53 место)	-
Индекс альтернативных источников капитала	9.00 (1 место)	8.75 (2 место)	8.00 (6 место)	7.00 (12 место)	5.25 (26 место)	6.00 (19 место)	5.00 (29 место)	2.50 (63 место)	4.00 (37 место)	5.25 (26 место)	-
3. Интегрированность в мировой рынок капитала											
Доля иностранных компаний в капитализации рынка акций, 2007	44%	-	0% (без материкового Китая)	-	-	1.6%	-	0%	0%	0%	0%
Доля депозитарных расписок в обороте рынка акций страны, 2007	-	5.5% (2003)	-	-	-	0%	-	0%	0%	0%	0%
Доля иностранных инвесторов в капитализации рынка акций (%), 2006)	38%	14%	39%	-	-	-	-	-	-	31% (2006)	-

Показатели	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур	Франкфурт	Дубай	Мумбаи	Шанхай	Москва	Варшава	Алматы
Активы, инвестированные за рубежом (трлн. долл., 2006)	10.4	12.5	1.8	-	5.8	2.2 (GCC)	-	1.4	0.7	-	-
Индекс доступности международного фондирования, (Milken Institute, 2007) от 0 до 10, 122 страны	6.33 (4 место)	6.33 (4 место)	7.25 (1 место)	6.33 (4 место)	4.67 (47 место)	5.00 (32 место)	4.83 (42 место)	4.75 (45 место)	5.42 (22 место)	4.92 (40 место)	-
4. Квалифицированный персонал											
Государственные расходы на образование (% ВВП, 2007)	5.4%	5.9%	1.9%	3.7%	4.6%	1.3%	3.8%	1.9%	3.6%	5.6%	3.0%
Доля населения с высшим образованием, 2006	39%	34%	4%	-	20%	10%	4%	4%	22%	17%	-
Количество топ-программ EMBA	7	6	4	2	1	0	1	2	0	0	0
Индекс образования (Education index, HDI 2008), от 0 до 1	0.97	0.97	0.84	0.91	0.95	0.79	0.62	0.84	0.96	0.95	0.97
Среднее число лет обучения (для взрослого человека) (2005)	9.4	12	6.4	7.0	10.2	-	5.1	6.4	-	9.8	8.9
Индекс регулирования найма, (место из 178 стран, часть индекса Ease of doing business, IFC 2008)	21 место	1 место	23 место	1 место	137 место	65 место	85 место	86 место	101 место	78 место	22 место
Средняя производительность труда, долл./час (IMF, OECD, ФСГС, 2007)	57.4	55.4	24.3	38.3	58.4	-	-	-	9.8	14.1	-
Уровень зарплат, место из 71 города (индекс), UBS Prices&Earnings 2008	2 (85.0)	22 (100.0)	53 (38.4)	41 (53.1)	5 (127.2)	36 (62.0)	69 (17.4)	57 (31.5)	55 (34.9)	48 (41.2)	-
5. Социальная и бизнес-инфраструктура											
Рейтинг Quality of Life, место из 194 страны (индекс), International Living, 2008	37 (68)	3 (83)	91 (56)	79 (58)	5 (80)	159 (45)	132 (49)	91 (56)	116 (52)	32 (69)	143 (43)
Индекс качества жизни, Quality of Living, место из 215 городов (индекс), Mercer HR 2008	39 (101.2)	48 (100.0)	117 (80.8)	34 (102.5)	7 (107.1)	80 (87.0)	209 (38.2)	134 (73.8)	201 (43.4)	88 (83)	189 (46.5)
Индекс дороговизны жизни, Cost of Living, место из 143 городов (индекс), Mercer HR 2008	3 (125.0)	22 (100.0)	6 (117.6)	13 (109.1)	40 (92.5)	-	48 (90.3)	24 (90.3)	1 (142.4)	35 (95.0)	30 (89.6)
Уровень цен, место из 71 города (индекс), UBS Prices&Earnings 2008	3 (125.9)	18 (100.0)	41 (81.3)	36 (85.9)	17 (103.2)	40 (81.5)	69 (46.0)	64 (55.2)	38 (82.2)	39 (81.7)	-

Показатели	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур	Франкфурт	Дубай	Мумбаи	Шанхай	Москва	Варшава	Алматы
Уровень покупательной способности, место из 71 города (индекс), UBS Prices&Earnings 2008	10 (102.2)	13 (100.0)	43 (27.8)	37 (37.4)	6 (104.8)	34 (45.2)	67 (8.7)	59 (13.6)	48 (24.8)	46 (26.1)	-
Доля людей, владеющих английским	98%	82%	3%	39%	44%	-	9%	-	5%	24%	-
Уровень смертности среди детей младше 5 лет (смертей на 1000 рождённых), UNICEF, 2006	5	6	-	3	4	8	56	23	14	7	27
Ожидаемая продолжительность жизни при рождении, Human Development Index, 2008	79.0	77.9	81.9	79.4	79.1	78.3	63.7	72.5	65	75	61
Средняя цена офисной недвижимости (долл./м², 2007)	1 200	750	1 690	587	-	735	1 000	563	800	875	-
Накладные расходы на рабочее место (долл., 2007)	23 260	16 400	19 730	7 860	13 410	7 030	11 400	7 630	8 300	4 310	-
Рейтинг развитости электронных технологий и коммуникаций в стране (место из 70 стран, Economist Intelligence Unit, 2008)	8 место	1 место	2 место	6 место	14 место	35 место	54 место	56 место	59 место	41 место	66 место
Количество телефонных линий на 1,000 человек в стране (World Bank, 2005)	528	606	546	425	667	273	45	269	280	309	167
Количество пользователей мобильных телефонов на 1,000 человек в стране (World Bank, 2005)	1 088	680	1 252	1 010	960	1 000	82	302	838	764	327
Количество Интернет пользователей на 1,000 человек в стране (World Bank, 2005)	473	630	508	571	455	308	55	85	152	262	27
6. Общая конкурентоспособность											
ВВП страны, 2007 г. (млрд. долл.)	2 772.6	13 843.8	206.7	161.3	3 322.1	192.6	1 098.9	3 250.8	1 289.6	420.3	103.8
ВВП страны на душу населения 2007 г. (ППС, долл.)	35 100	45 800	42 000	49 700	34 200	37 300	2 700	5 300	14 700	16 300	11 100
Средний рост ВВП страны за 2000-2007 гг. (IMF)	2.8%	2.5%	5.3%	5.9%	1.5%	7.9%	7.1%	10.0%	7.0%	4.1%	10.2%
Средняя инфляция страны за 2000-2007 гг. (IMF)	1.6%	2.8%	-0.8%	1.0%	1.7%	5.2%	4.6%	1.7%	14.3%	3.4%	8.5%
Индекс неравенства доходов населения, коэффициент Джини	36%	40.8%	43.4%	42.5%	28.3%	-	36.8%	46.9%	39.9%	34.5%	33.9%

Показатели	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур	Франкфурт	Дубай	Мумбаи	Шанхай	Москва	Варшава	Алматы
(World Bank, 2007)											
Индекс макроэкономического развития (Milken Institute, 2007) от 0 до 10, место из 122 стран	8.17 (13 место)	6.83 (40 место)	9.33 (3 место)	9.82 (2 место)	7.50 (26 место)	7.25 (32 место)	6.00 (60 место)	6.83 (40 место)	6.17 (58 место)	8.17 (12 место)	-
Индекс человеческого развития. HDI (место из 177 стран, UNDP 2008)	16 место	12 место	21 место	25 место	22 место	39 место	128 место	81 место	67 место	37 место	73 место
Индекс глобальной конкурентоспособности, GCI (место из 131 стран, World Economic Forum, 2008-2009)	12 место	1 место	11 место	5 место	7 место	31 место	50 место	30 место	51 место	53 место	66 место
Индекс экономической свободы (место из 157 стран, Heritage Foundation, 2008)	10 место	5 место	1 место	2 место	23 место	63 место	115 место	126 место	134 место	83 место	76 место
Индекс свободы слова, от 0 до 100 (World Bank, 2008)	93.8	85.1	64.9	35.1	94.7	23.1	58.7	5.8	20.2	71.6	17.8
Индекс эффективности государства, от 0 до 100 (World Bank, 2008)	93.8	91.5	94.3	100	92.4	79.1	57.3	61.1	42.2	67.3	32.7
Индекс коррупции (место из 180 стран, Transparency International, 2008)	16 место	18 место	12 место	4 место	14 место	35 место	85 место	72 место	147 место	58 место	145 место
Индекс политических рисков, от 0 до 100 (World Bank, 2008)	66.3	55.8	86.1	89.9	81.3	72.6	17.8	32.2	23.1	66.8	57.7