



**МОСКОВСКАЯ
БИРЖА**



OECD

КРУГЛЫЙ СТОЛ ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ ОЭСР-Россия

МАТЕРИАЛЫ ВСТРЕЧИ

22-23 ОКТЯБРЯ 2013 ГОДА

МАРРИОТТ ГРАНДЪ-ОТЕЛЬ, МОСКВА, РФ

Роль бирж в корпоративном управлении

Ханс Кристиансен и Алиса Кольдерцова

Партнер



**Европейский банк
реконструкции и развития**

Спонсор



РОЛЬ БИРЖ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ

Ханс Кристиансен и Алиса Кольдерцова¹

Исторически, важнейшим непосредственным вкладом бирж в корпоративное управление остаются требования листинга и раскрытия информации, а также мониторинг исполнения соответствующих требований. Фондовые биржи утвердились в качестве института, способствующего продвижению принципов корпоративного управления для компаний, прошедших процедуру листинга. Акционирование и последующее превращение самих бирж в публичные компании активизировали дискуссию об их роли в указанной сфере. Озабоченность регуляторов вызывает конфликт интересов между коммерческой деятельностью бирж и их обязанностями в сфере регулирования. Превращение бирж в публичные компании, как полагают, способствовало росту конкуренции, что, в свою очередь, с большей остротой поставило на повестку дня вопрос о существовании риска «гонки уступок».

Значительное влияние на развитие биржевого сектора в последнее время оказало появление альтернативных торговых систем (АТС), сначала в США, а затем и в Европе. Их существование подталкивает биржи к снижению тарифов, а в отдельных случаях - к созданию собственных внебиржевых торговых платформ. Влияние АТС на корпоративное управление пока остается неясным, и на сегодняшний день озвучены два вызывающих озабоченность обстоятельства: во-первых, фрагментация торговли может снизить прозрачность рынков корпоративного контроля и породить негативные последствия для определения цены. Во-вторых, биржи обеспокоены перспективой продолжения реализации своих традиционных регуляторных функций, а также прочих функций, связанных с совершенствованием практики корпоративного управления, на фоне сокращающихся доходов.

¹Отчет был опубликован в: *Financial Market Trends – ISSN 1995-2864 – OECD 2009*. Ханс Кристиансен и Алиса Кольдерцова являются, соответственно, Старшим экономистом и аналитиком политики в Управлении по корпоративным вопросам Директората ОЭСР по финансовым вопросам и проблемам предприятий. Хотя в настоящей работе использованы ранее опубликованные под эгидой ОЭСР работы, ее авторы выступают как частные лица. ОЭСР и государства-члены Организации необязательно разделяют изложенные авторами суждения и мнения.

Введение

Роль фондовых бирж в сфере корпоративного управления представляет непосредственный интерес...

Руководящая группа ОЭСР по корпоративному управлению приступила к реализации проекта «*Роль фондовых бирж в корпоративном управлении*». В основе настоящего документа лежит прошедшая обсуждение и опубликованная под эгидой Руководящей группы работа. Цель ее написания двояка: во-первых, суммирование на начальном этапе отдельных согласованных всеми заинтересованными сторонами аспектов влияния фондовых бирж на корпоративное управление; во-вторых, формулирование ряда вопросов, порожденных недавними изменениями роли, которую играют биржи.

Роль фондовых бирж в сфере корпоративного управления уже становилась предметом анализа Руководящей группы. В частности, в Исследовании корпоративного управления в странах ОЭСР (OECD, 2004 г.) были рассмотрены кодексы корпоративного управления в ряде государств – членов ОЭСР и выработаны рекомендации для них. Роль фондовых бирж в корпоративном управлении стала также предметом анализа в процессе работы с государствами вне ОЭСР, и продолжить эту деятельность предполагается в контексте *Круглых столов по вопросам корпоративного управления в Азии и Латинской Америке*.¹

...для ОЭСР и других международных организаций

Регуляторные функции фондовых бирж и тесно связанный с этой проблематикой вопрос о конкуренции между ними в последнее время также стал предметом анализа для других международных организаций и отраслевых объединений, включая работы, подготовленные под эгидой Международной организации комиссий по ценным бумагам (ИОСКО, 2006 г.) и Всемирной федерации фондовых бирж (ВФФБ, 2006 г.). Однако справедливости ради следует отметить, что основной вопрос настоящей работы – эволюционирующая роль бирж в сфере корпоративного управления – до сих пор затрагивался лишь косвенно. С другой стороны, подготовленные независимыми авторами исследования содержат анализ некоторых из затронутых в данной работе вопросов. С момента акционирования первой биржи (Стокгольмской в 1993 г.) широкое распространение получили исследования процессов листинга, конкуренции, консолидации и интернационализации бирж.²

Охват исследования

Десять отобранных бирж,...

Для целей настоящей работы в качестве наглядного примера были отобраны десять из числа крупнейших фондовых бирж в мире³. При их выборе авторы руководствовались не только значением этих бирж для глобальных рынков капитала, но и необходимостью анализа разнообразия моделей регулирования и собственности. Указанные десять бирж и некоторые из числа их отличительных характеристик приведены в Табл. 1.

...оказывающих прямое влияние на корпоративное управление в торгуемых на них компаниях...

Главная цель настоящей статьи заключается в анализе вероятного воздействия меняющейся структуры собственности бирж и конкуренции между ними на процессы корпоративного управления в компаниях, прошедших процедуру листинга на указанных биржах. Самый главный канал реализации этого влияния – традиционные процессы и механизмы надзора в части листинга, поддержания и раскрытия информации – вне зависимости от того, выступают ли они в роли саморегулируемой организации, или от лица регулирующего органа.

Таблица 1. Общий обзор отобранных для исследования бирж

Наименование	Статус	Капитализация фондового рынка (млрд. долл. США) ^а	Общая стоимость торгуемых акций (млрд. долл. США) ^б
Австралийская биржа (ASX)	Публичная компания	1,238.1	753.2
NASDAQ Market	Публичная компания	3,603.2	7,349.8
Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE)	Публичная компания	14,413.3	17,077.0
Euronext	Публичная компания	3,500.9	2,605.0
Лондонская фондовая биржа (LSE)	Публичная компания	3,308.7	3,966.9
NASDAQ OMX Nordic Exchanges	Публичная компания	1,043.5	802.1
Токийская фондовая биржа (TSE)	Акционирована (не проходила листинг)	4,042.8	3,067.8
Торонтская фондовая биржа (TSX)	Публичная компания	2,168.0	937.0
Six Swiss Exchange (SWX)	Акционирована (не проходила листинг) ^с	1,182.7	885.4
Варшавская фондовая биржа (WSE)	Государственная компания ^д	181.9	39.6

Примечания:

а. По состоянию на 2008 г.; рыночная стоимость, не включая инвестиционные фонды.

б. Данные приведены с начала года до указанной даты (январь-июнь 2008 г.). Биржи, подпадающие под действие Директивы о рынках финансовых инструментов, предоставляют отчет о торговле акциями в соответствии с определениями ВФФБ, - следовательно, приведенные данные могут не отражать общий размер рынка в целом.

с. Six Swiss Exchange – часть Группы SIX, или – точнее – ее подразделение по наличным рынкам, которое включает базирующуюся в Лондоне международную биржу ценных бумаг SWX Europe, а также поставщика данных финансовых рынков SIX Exfeed. Владелец SIX Group - группа из 160 национальных и зарубежных акционеров, которые также являются пользователями ее инфраструктуры.

д. В настоящее время на 98% принадлежит Министерству финансов Польши. Правительство страны предложило 4 международным фондовым биржам вступить в переговоры по вопросу о возможной продаже WSE. Сообщается, что польское правительство намерено продать 74%-ый пакет акций биржи, причем 51% предназначен для стратегического инвестора.

Источники: Stock exchanges; World Federation of Stock Exchanges.

...и на рынки корпоративного контроля

Важные дополнительные соображения, не в последнюю очередь, в контексте зарождения новых категорий конкурентов, проистекают из риска негативного воздействия на «рынки корпоративного контроля» (в широком смысле определяемых как механизмы, посредством которых владение и контроль над компанией переходит от одной группы инвесторов и менеджеров к другой). Такого рода соображение нашло отражение в разделе II.Д Принципов корпоративного управления ОЭСР, в котором подчеркивается важность корпоративного управления на рынках корпоративного контроля для обеспечения их действенного и прозрачного функционирования. Это не подразумевает необходимости воспринимать каждый аспект функционирования фондовых бирж как отражение рынков корпоративного контроля. В «Методике оценки реализации принципов» подчеркивается, среди прочего,

необходимость обеспечения «своевременного раскрытия акционерам и регуляторам существенного приобретения акций» и того, чтобы «планы и финансирование сделки были явным образом известны» акционерам.

Структура настоящей работы следующая: в Разделе 1 рассматриваются основные находящиеся в распоряжении фондовых бирж средства, помогающие повысить качество корпоративного управления компаний, прошедших процедуру листинга. В Разделе II представлены вызовы той традиционной роли, которую играют биржи, а также анализ возможных последствий их акционирования и превращения в публичные компании. В этом Разделе также анализируются последствия процессов усиления конкуренции и консолидации в биржевом секторе. Кроме того, в данном Разделе рассматриваются вопросы зарождения альтернативных торговых платформ и вероятное влияние этого явления на фондовые биржи и корпоративное управление.

РАЗДЕЛ I. ТРАДИЦИОННАЯ РОЛЬ БИРЖ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ

В прошлом регуляторная роль фондовых бирж сводилась, главным образом, к установлению правил и разъяснению существующего регулирования. Роль бирж в установлении стандартов реализовывалась, в основном, посредством разработки требований листинга, требований к раскрытию информации, поддержанию листинга и делистингу. С точки зрения правоприменения, задача реализации регуляторных функций была разделена между фондовыми биржами и ведомствами, осуществляющими надзор за рынками капитала. Помимо надзора за исполнением устанавливаемых ими собственных правил, фондовым биржам была поручена функция мониторинга следования нормам законодательства и регулирования рынка ценных бумаг. Со времени выхода в свет «Принципов корпоративного управления ОЭСР» нередко наблюдается расширение регуляторной роли фондовых бирж и охват ею более широкого круга вопросов в области корпоративного управления. Биржи внесли свой вклад в разработку рекомендаций по вопросам корпоративного управления и стимулируют их применение в отношении компаний, прошедших процедуру листинга. Цель настоящего Раздела - представить в обобщенном виде вышеуказанные основные каналы, с помощью которых фондовые биржи обеспечивают участие в развитии передовой практики корпоративного управления в публичных компаниях.

Регуляторная функция бирж

Биржи выступают в качестве источника регулирования, связанного корпоративным управлением ...

Биржи предложили некоторые дополнительные обоснования для упрочения своей роли в качестве источника связанного с корпоративным управлением регулирования. В сущности, повышая уровень прозрачности и препятствуя незаконной или нарушающей установленные правила практики, биржи самостоятельно способны аккумулировать «репутационный капитал». Ответы, предоставленные фондовыми биржами в рамках Консультативного отчета ИОСКО «Вопросы регулирования, порождаемые эволюцией бирж» (2006 г.), в основном, оспаривают сделанное в отчете предположение о том, что «у бирж в погоне за прибылью может возникнуть искушение понизить стандарты». Эта аргументация все больше становится краеугольным камнем в отстаивании биржами своих регуляторных функций, в частности, в рамках процесса их акционирования.

Биржи реализуют свои регуляторные функции в контексте действующих правовых рамок. Очевидно, что их способность разрабатывать регламенты и обеспечивать следование им ограничена мандатом соответствующих государственных (законодательных и исполнительных) органов, осуществляющих регулирование рынка и ответственных за

реализацию законодательства в сфере ценных бумаг и корпоративного законодательства. Часть того, что обычно относят к «регуляторным функциям» бирж, зачастую является делегированными полномочиями, которые они реализуют от имени государственных регуляторов рынка ценных бумаг. Соответственно, сфера полномочий бирж в части разработки и внедрения правил и возможность для них создавать «выбор эмитента»⁴ на практике более ограничены, чем это может показаться на первый взгляд.

**...и
подпадающего
под ограничения,
устанавливаемые
правовыми
основами данного
национального
законодатель-
ства**

Учитывая, что соответствующее законодательство или регулирование рынка ценных бумаг уже затрагивает корпоративное управление публичных компаний, роль разрабатываемых самими биржами правил, следовательно, может носить лишь вспомогательный характер. Так, например, правила подготовки проспекта ценных бумаг, в основном, основаны на требованиях национального законодательства в сфере ценных бумаг, а международные инициативы по гармонизации законодательства различных стран (в особенности Директива ЕС о проспекте ценных бумаг) могут еще в большей степени ограничить рамки разработки и реализации биржами собственных стандартов. Даже в тех юрисдикциях, где биржи обладают полномочиями по разработке правил, они могут подлежать одобрению другим регуляторным ведомством: например, в США предлагаемые изменения в правила бирж должны направляться на утверждение в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

**Традиция
саморегулирова-
ния в Северной
Америке,...**

В Северной Америке определенные регуляторные функции бирж делегированы или переданы на контрактной основе третьей стороне – негосударственным регуляторам: Агентству по регулированию деятельности финансовых институтов (FINRA)⁵ в США и Организации по регулированию инвестиционного сектора Канады (IIROC)⁶ в Канаде; в то же время прочие функции, в особенности в области листинга, остались в ведении самих бирж. В Европе же в большинстве случаев хозяином положения остаются регуляторы рынка капитала, а не биржи: именно первые, согласно национальному и - во многих случаях – общеевропейскому законодательству, разрабатывают и реализуют нормы регулирования.⁷ Так, например, в Польше компания обязана предоставить проект проспекта ценных бумаг в национальное Агентство по финансовому надзору, наделенное полномочиями по его утверждению (или отклонению) еще до того, как эмитент направит заявление о допуске акций на биржу в адрес Правления Варшавской биржи.

**...в то время
как другие
юрисдикции в
большей мере
полагаются на
государствен-
ных регулято-
ров фондового
рынка**

Во многих других странах ОЭСР ответственность за листинг компании поделена между фондовой биржей и государственным регулятором фондового рынка. Во Франции, например, хотя решение о допуске финансового инструмента к торгам и принимается Советом директоров биржи «Euronext Paris», но делает он это, предварительно проконсультировавшись с *Autorité des Marchés Financiers* и по получении заключения от этого ведомства. Сходным образом, ответственность за исполнение соответствующих правил прошедшими листинг на бирже ASX компаниями поделена между биржей и национальной Комиссией по ценным бумагам и инвестициям (ASIC). В юрисдикциях с более широкой практикой саморегулирования полномочия в части листинга обычно делегированы биржам. Так, например, в США решение о листинге ценных бумаг эмитента принимает сама биржа. Кроме того, эмитент обязан следовать всем требованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам, применяемым к компаниям, прошедшим процедуру листинга.

**Мониторинг,
в основном, -
общая
обязанность**

Мониторинг соблюдения требований к раскрытию информации, возникающих после прохождения процедуры листинга, также не всегда является исключительной прерогативой бирж. Поскольку, в основе, по крайней мере, отдельных аспектов режима раскрытия информации лежат не биржевые правила, но нормы законодательства, установленные регуляторным органом правила (например, в сфере поглощений или стандартов бухучета), роль бирж в реализации функции контроля за следованием этим нормам и правилам может быть не столь значительной. Гораздо чаще в рамках ответственности бирж за исполнение этой функции основная задача заключается в их способности осуществлять мониторинг ситуации на данном рынке и при необходимости информировать регулятора фондового рынка. Таким образом, очевидно, что биржи могут вносить важный вклад в предупреждение мошенничества и других видов недобросовестной практики. Обычно биржи считают своим долгом сообщать о случаях нарушения этических принципов или правил раскрытия информации на основании меморандумов о взаимопонимании

с рыночными регуляторами или на основании аналогичных законодательных или регуляторных обязательств.

Способность бирж самостоятельно устанавливать стандарты или обеспечивать следование им стала предметом острой дискуссии в ходе процесса их акционирования (см. ниже). Для обеспечения регуляторной роли бирж был реализован ряд мер, нацеленных на то, чтобы регулирование сектора осуществлялось с учетом соответствующих стимулов, сдержек и противовесов. Несколько фондовых бирж внедрили ключевой механизм, предусматривающий отделение коммерческих функций бирж от регуляторных. Так, например, в связи с акционированием и «самолистингом» Нью-йоркской фондовой биржи (NYSE) за надзор и обеспечение следования правилам биржи, связанным с торговлей на NYSE, стало отвечать ее некоммерческое дочернее предприятие *NYSE Regulation*; оно же в рамках соглашения об оказании регуляторных услуг обеспечивает надзор за регулированием деятельности биржи NYSE Arca. Биржа OMX Nordic Exchanges также создала отдельную структуру (которая, однако, не имеет статуса самостоятельного юридического лица), отвечающую за вопросы мониторинга в части самолистинга и надзора за рынком. Эти новые структуры спровоцировали эволюцию отчетности. В начале 2009 г. «Six Group», частью которой является биржа «Six Swiss Exchange», выделила регуляторные функции из своей операционной деятельности. В перспективе разработкой правил будет заниматься Регуляторный совет, а контролем за их соблюдением – отдел по регулированию биржи «SIX Swiss Exchange» – новая структура, в сферу ответственности которой попадут вопросы регулирования деятельности эмитентов и надзора за торговлей ценными бумагами.⁸

Акционирование бирж породило озабоченность относительно их потенциала саморегулирования

Ряд исследователей подняли вопросы о действенности подобных организационных мер. Они указывают, что деятельность регуляторного подразделения биржи может финансироваться из бюджета коммерческого подразделения. Так, Браун (Brown, 2008 г.) отмечает, что если бюджет такого регуляторного подразделения не станет и независимым, и достаточно существенным, вполне возможно, что число случаев, которые оно сможет расследовать, будет недостаточным. Таким образом, в ходе публичной дискуссии неоднократно подчеркивалась важность дальнейшего «изолирования» самостоятельных регуляторных подразделений в составе биржевых групп. Такие подразделения, как FINRA, которая реализует функции регулирования рынка по контракту с несколькими крупными биржами США, стали для некоторых исследователей в данном отношении воплощением передовой практики. «Изолирование» регуляторной функции от самих бирж путем ее выделения или непосредственной передачи самой функции на аутсорсинг вкупе с тем, что эти регуляторные полномочия ограничены действующим госрегулированием/законодательством (в некоторых случаях требующим получения согласования от других регуляторных органов) требует рассмотрения регуляторной функции в рамках определенного контекста.

Традиционный вклад бирж в корпоративное управление

Кодексы корпоративного управления и рекомендации для зарегистрированных на бирже компаний

Биржи играли ключевую роль в разработке национальных кодексов корпоративного управления, ...

Вслед за первопроходцем – Великобританией, – где кодекс корпоративного управления, известный, как «Cadbury Code», был впервые принят в 1992 г., подобные кодексы стали появляться по всему миру. Уже к 1996 г. их число перевалило за 50 (McKinsey, 2004 г.), а в связи с тем, что эстафету подхватил и ряд стран с переходной экономикой, их количество продолжало расти и впоследствии. Как указывалось выше, хотя фондовые биржи изначально и не были главной движущей силой в рамках этого процесса – в отдельных случаях они выступали в качестве партнеров регуляторов рынка капитала и организаций инвесторов, – вскоре они стали ключевым звеном процесса разработки кодексов и рекомендаций в сфере корпоративного управления.

Так, например, Совет по корпоративному управлению Австралии, который выступил в качестве разработчика национальных рекомендаций по вопросам корпоративного управления, был сформирован биржей ASX, и представители биржи и возглавила его. Сходным образом, датские рекомендации по корпоративному управлению были подготовлены Комитетом по вопросам корпоративного управления Копенгагенской фондовой биржи (в настоящее время входит в группу NASDAQ OMX). Euronext принял участие в работе Комиссии Липпенса, которая стала автором бельгийского кодекса корпоративного управления. И сегодня можно наблюдать подобного рода инициативы: так, в прошлом году Euronext Lisbon участвовала в работе Португальского института корпоративного управления по написанию предложения о разработке кодекса корпоративного управления, которое в настоящее время находится на рассмотрении. В Табл. 2 ниже по тексту приведены обобщающие сведения о соответствующих кодексах и рекомендациях в сфере корпоративного управления, предназначенных для рассматриваемых в настоящей работе бирж, необходимых для них видов раскрытия информации, а также о роли фондовых бирж в их разработке и реализации на практике.⁹

...во многих из которых в качестве отправной точки были использованы «Принципы корпоративного управления» ОЭСР, ...

Хотя главная цель настоящей работы и не заключается в анализе различий в национальных кодексах, но стоит, тем не менее, отметить ряд специфических характеристик, присущих некоторым из них. Первая важная «переменная» - это сфера охвата подобных кодексов или рекомендаций: многие из числа анализируемых в настоящей работе документов (и в большинстве стран-членов ОЭСР), что естественно, затрагивают такие вопросы, как равное отношение к акционерам, деятельность советов директоров и менеджмента и их подотчетность, проблемы прозрачности и раскрытия информации, а также защиты прав миноритариев. Однако, хотя, как утверждается, ряд кодексов и рекомендаций были подготовлены на основании «Принципов корпоративного управления» ОЭСР, они демонстрируют значительные различия с точки зрения охвата проблематики и степени конкретности представленных в них рекомендаций.

Практика показывает, что две определяющие черты таких кодексов – это охват ими определенной тематики и детальность лежащих в их основе рекомендаций. Примером в высшей степени комплексного документа может служить Кодекс корпоративного управления Бельгии (2004 г.). Этот документ не только охватывает те же тематические области, что и «Принципы...» - в нем также представлены дополнительные толкования и конкретные руководящие указания по их реализации.¹⁰ Пример иного рода – «Принципы корпоративного управления» Токийской фондовой биржи (2004 г.). Они также подготовлены на основе «Принципов...» ОЭСР, но отраженные в них вопросы корпоративного управления в компаниях носят более широкий и менее конкретный характер. Разработанный Биржей вскоре после этого Код поведения может рассматриваться как попытка заполнить обозначившийся пробел.¹¹

...но которые, однако, различаются охватом вопросов и конкретностью

В рамках третьей модели, представленной «Руководством по корпоративному управлению» NYSE, с одной стороны, соответствующие положения носят менее всеобъемлющий характер с точки зрения охвата ими вопросов корпоративного управления.¹² С другой же стороны, они очень конкретны и директивны в части рекомендаций и реализации. Эти стандарты реализуются в обязательном порядке посредством требований к листингу, и механизмы реализации опираются на подробные комментарии.¹³

Таблица 2. Роль фондовых бирж в разработке стандартов корпоративного управления и мониторинге их реализации

Наименование биржи	Кодекс управления/рекомендации	Установленные требования к раскрытию информации ^a	Вклад биржи в установление стандартов	Вклад биржи в мониторинг/контроль за реализацией
Австралийская фондовая биржа	Рекомендации по корпоративному управлению и передовой практике в Австралии (в редакции 2007 г.)	Исполняй или объясняй ^b	да	да
NASDAQ market	Рекомендации по корпоративному управлению – часть правил листинга (Кодекса нет)	Обязательное раскрытие	да	да
NYSE	Стандарты корпоративного управления для компаний в листинге	Обязательное раскрытие	да	да
Euronext	Бельгия: Кодекс корпоративного управления (2004 г.)	Исполняй или объясняй	да	да
	Франция: Сводный кодекс (2003 г.)	Исполняй или объясняй ^c	нет	нет
	Португалия: Кодекс рекомендаций (2001 г.) ^d	Исполняй или объясняй		
	Нидерланды: Кодекс корпоративного управления (2003 г.)	Исполняй или объясняй	да	нет
Лондонская фондовая биржа	Сводный кодекс (в редакции 2006 г.)	Исполняй или объясняй	да	нет
NASDAQ OMX Nordic Exchanges ^e	Дания: Рекомендации по корпоративному управлению (в редакции 2008 г.)	Исполняй или объясняй (по состоянию на 2006 г 2006)	да	да
	Финляндия: Рекомендации по корпоративному управлению (2003 г.)	Исполняй или объясняй	да	да
	Исландия: Руководящие указания по корпоративному управлению (в редакции 2005 г.)	Исполняй или объясняй	да	да
	Швеция: Кодекс корпоративного управления (в редакции 2008 г.)	Исполняй или объясняй	да	да
Токийская фондовая биржа	Принципы корпоративного управления для зарегистрированных компаний (2004 г.) ^f	Гибридная модель ^g	да	нет
Торонтская фондовая биржа	Национальный инструмент 58-101 «Раскрытие методов корпоративного управления» (2005 г.) ^h	Обязательное раскрытие	да	да
Six Swiss Stock	Директива по корпоративному управлению (2002 г.)	Исполняй или объясняй	да	да
Варшавская фондовая биржа	Кодекс корпоративного управления для зарегистрированных на бирже компаний (в редакции 2007 г.)	Исполняй или объясняй ⁱ	да	да

Примечания:

a. В колонке 3 «требования к раскрытию информации» означают обязательное раскрытие информации, требуемое в соответствии с применимым кодексом/рекомендациями по корпоративному управлению. Прочие требования к раскрытию информации, проистекающие из статуса компаний как корпораций, обязанных предоставлять отчетность, для целей данной Таблицы не учитываются.

b. Для большинства положений, за исключением включенных в правила листинга.

c. Правило «Исполняй или объясняй» - рекомендация от *Autorité des Marchés Financiers*, а не Euronext.

d. Вопросы корпоративного управления охватываются Кодексом Комиссии по ценным бумагам. В 2007 г. национальная Комиссия по рынку ценных бумаг (CMVM) внесла в 2007 г. предложение о разработке собственно Кодекса корпоративного управления как такового. Зарегистрированные на регулируемом рынке компании подпадают под действие статутного права Португалии и в соответствии с регламентом CMVM от 2003 г. обязаны публиковать подробные отчеты о своей структуре и практике управления

e. Поскольку в центре внимания настоящего доклада находятся страны-члены ОЭСР, страны Балтии не рассматриваются

f. Дополнено обязательным к исполнению Кодексом поведения.

g. Регуляторы могут предъявлять к отчетам о раскрытии информации о корпоративном управлении конкретные требования, но сами принципы обычно не конкретизированы в виде общих требований закона .

h. Дополнено руководящими указаниями, с добровольным следованием им.

i. Разделы II, III и IV основаны на принципе «исполняй или объясняй», в то время как Раздел I включает желательную, но не обязательную к раскрытию отчетность общего характера.

Источники: фондовые биржи; Секретариат ОЭСР.

Требования в части соблюдения стандартов, устанавливаемых рекомендациями и кодексами корпоративного управления

***Требования к
соблюдению
стандартов
разнятся от
страны к
стране...***

Следование положениям кодексов корпоративного управления, которое требуют фондовые биржи, разнится от страны к стране. Вплоть до сегодняшнего дня в большинстве действующих в странах-членах ОЭСР кодексов корпоративного управления, включая большую часть анализируемых для целей настоящего исследования документов, используется подход «исполняй или объясняй» (ИиО), в рамках которого зарегистрированные на бирже компании могут не принимать во внимание отдельные аспекты кодекса, но в таком случае должны раскрывать этот факт и стоящие за ним мотивы. Альтернативой подходу ИиО в странах ОЭСР, по большей части, стало требование о полном раскрытии процедур корпоративного управления компаний, соотносимых с соответствующими сферами, которые охватывают национальные кодексы корпоративного управления. В странах ЕС принятию подхода ИиО способствовало принятие Директивы 46 (2006 г.), положения которой были инкорпорированы в национальные правовые основы стран-членов Евросоюза.¹⁴ На рынках, где хозяйствующие субъекты руководствуются в своей деятельности принципом ИиО, первоочередная роль фондовых бирж заключается в обеспечении того, чтобы раскрытие информации компаниями оставалось значимым, а не сводилось к проставлению галочек в соответствующих полях.

***...но наиболее
общеупотребима
я модель – это
«Исполняй или
объясняй»***

Подход ИиО позволяет компаниям реализовывать ряд комбинаций и перестановок в части уровня раскрытия информации и исполнения установленных кодексами корпоративного управления стандартов. Например, от зарегистрированной на бирже компании может потребоваться раскрыть информацию о том, следует ли она отдельно взятым рекомендациям данного кодекса, или же просто всему кодексу в целом. С точки зрения принуждения к исполнению установленных кодексами требований, способность бирж или других регуляторов применять санкции к компаниям, которые не обеспечивают должный уровень раскрытия информации, также разнится от страны к стране. В большинстве случаев кодексы этики подпадают под действие той или иной формы регуляторного правоприменения, но они также могут регулироваться в основном акционерами (как это наблюдается в Нидерландах¹⁵), или вопрос об исполнении соответствующих положений может в большей или меньшей степени стать предметом воздействия рыночных сил (как во Франции). В большинстве случаев фондовые биржи некоторым образом вовлечены в мониторинг следования компаниями положениям кодексов, хотя, опять-таки, их способность к действию по обеспечению следования положениям кодексов разнится и зависит от правовой основы последних, а также регуляторных основ национального фондового рынка.

***Опции в части
обеспечения
исполнения
норм кодексов
также
разнятся, в
частности,
когда выходят
за рамки
требований в
части листинга***

Очевидно, что наиболее непосредственно полномочия бирж в части обеспечения следования положениям кодексов соотносимы с теми стандартами, которые также входят в требования к листингу. Так, например, в рамках австралийской модели под регулярный контроль со стороны биржи ASX и обеспечение ею их исполнения подпадают только те рекомендации национального Кодекса корпоративного управления, которые также являются частью правил листинга¹⁶, в то время как прочие рекомендации должны соблюдаться на основе Кодекса этики. Биржа NYSE также может обеспечивать соблюдение правил, установленных ее Стандартами управления листингом, объявляя письменный выговор или осуществляя делистинг, поскольку эти Стандарты, обязательные для торгуемых на бирже акций¹⁷, были утверждены Комиссией по ценным бумагам и биржам. Сходным образом, в случае нарушения компанией предъявляемых к листингу требований и положений об их реализации (включая вопросы управления) биржа Six Swiss Exchange может применить по отношению к ней ряд санкций. У биржи Euronext Paris, напротив, нет таких полномочий, чтобы принудить компании к следованию установленным кодексом правил, так как соответствующие рекомендации в части корпоративного управления не стали частью ее правил листинга и не имеют юридического статуса.

Поскольку рекомендации по корпоративному управлению по большей части принимают форму договорных «мягких» правил, меры наказания, которые биржи могут использовать в при нарушении компанией требований к управлению, в большинстве случаев ограничены. При значительном и продолжительном нарушении этих требований биржи обычно передают вопрос на рассмотрение соответствующего регулятора рынка ценных бумаг.

В краткосрочной перспективе в большинстве случаев у биржи есть опция – выразить озабоченность относительно курса, взятого данной компанией в части следования должной практике корпоративного управления, следствием чего становится оценка ситуации инвесторами, которая может реализовываться посредством механизма ценообразования.

Листинг и стандарты раскрытия информации

***Некоторые
рекомендации
реализуются как
элемент
требований при
включении в
листинг, ...***

Стандарты листинга могут напрямую или косвенно затрагивать вопросы корпоративного управления, и/или следование положениям применимого кодекса корпоративного управления вполне может стать элементом соглашений о листинге между биржей и каждой из компаний в отдельности. В некоторых случаях, как указывалось выше, стандарты листинга включают элементы кодекса корпоративного управления (см. опыт Австралии). В других же юрисдикциях были введены дополнительные стандарты корпоративного управления - сверх установленных кодексом – как часть требований для включения в листинг биржи. Так, например, Стокгольмская фондовая биржа и TSX ввели подобные стандарты (например, в отношении состава, компетенции и независимости совета директоров) как часть предъявляемых при регистрации требований. Сходным образом, требования в части корпоративного управления для зарегистрированных на NYSE и Nasdaq эмитентов – часть стандартов листинга этих бирж. Однако более часто биржи прописывают количественные меры, опирающиеся на минимальный объем первичного публичного предложения и/или доли акций в свободном обращении.

***...и порой биржи
имеют
некоторую
степень свободы
при их
реализации***

Отдельные биржи располагают некоторой степенью свободы действий в отношении применения этих требований. Во многих случаях вопрос о применении стандартов листинга к будущим эмитентам остается на усмотрение бирж, которые сталкиваются с растущей конкуренцией за эмитентов. NASDAQ OMX Nordic Exchanges, например, открыто заявляет, что оставляет за собой право утвердить листинг, даже если компания не исполнила все соответствующие требования в этой части, «...при условии, что биржа убеждена, что цели, стоящие за требованиями к листингу, не скомпрометированы или что они могут быть достигнуты иными методами» Биржа TSX оставляет за собой право на свободу действий в части применения минимальных критериев листинга и делистинга. Именно по этой причине отдельные биржи попали под огонь критики. Так, ASX подверглась критике, в том числе со стороны т.н. «проху advisors»[†] за отказ от своих требований в части листинга в отношении отдельных компаний, несмотря на то, что, как и NASDAQ OMX Nordic Exchanges¹⁸, она располагает для этого юридическими основаниями.¹⁹

Другие инициативы биржевого сообщества по совершенствованию корпоративного управления

[†] Фирмы, специализирующиеся на вопросах организации голосования акционеров крупных публичных компаний (*прим. перев.*)

Еще одним инструментом стало создание сегментов рынка с образцовой практикой управления, ...

Участвуя в разработке основ корпоративного управления для зарегистрированных на биржах компаний, сами биржи активно создавали стимулы для уже зарегистрированных компаний, побуждая их к принятию обязательств следовать более высоким стандартам корпоративного управления. Получившим, возможно, самую широкую известность проявлением этого подхода стало создание Бразильской фондовой биржей «Нового рынка» - *Novo Mercado*²⁰. Этот подход обеспечил действенный стимул к совершенствованию практики корпоративного управления для уже прошедших листинг компаний, - наличие перспективы т.н. index-trading*.

Помимо создания сегментов рынка с более высоким уровнем корпоративного управления, биржи также ищут возможность создания обычных режимов корпоративного управления посредством реализации целевых стандартов в привязке к отдельным слоям или категориям эмитентов, чтобы способствовать удовлетворению различных торгуемых на них компаний в капитале. Так, например, Лондонская фондовая биржа дифференцировала применение Комбинированного кодекса таким образом,

* Торги биржевым индексом (прим. перев).

**...а также
сегментов
“управление-
лайт” для
привлечения в
листинг малых и
новых
предприятий**

чтобы вывести из-под его действия, а также из-под сферы действия Правил FSA* компании, работающие на альтернативном инвестиционном рынке, в то время как компании, на основной торговой площадке Биржи, должны соблюдать положения Кодекса на основе Кодекса этики. Вместо этого компании в листинге АИР подпадают по облегченные требования, которые предусматривают в большей степени основные вопросы защиты прав акционеров (т.е. одобрение акционерами значительных транзакций).

С другой стороны, некоторые эксперты интерпретируют этот подход как смягчение стандартов управления на более низких уровнях рынка или в биржевом секторе в целом.²¹ Так, например, компании, числящиеся в листинге Alternext, не подпадают под действие какого-либо кодекса корпоративного управления, применимого в четырех юрисдикциях, представленных на основном рынке Euronext. С другой стороны, насколько такие новые сегменты по большей части напрямую не конкурируют со «старыми» биржами за одни и те же листинги, настолько данный подход может в равной степени рассматриваться как попытка приспособить требования в части управления к размеру и типу возможных эмитентов. Используя множество «слоев» листинга, биржи, возможно, действительно повысили уровень корпоративного управления и прозрачности малых и средних эмитентов, которые в отсутствие подобного льготного режима, быть может, и не стали бы выходить на биржу.

На «многослойном» рынке биржевые операторы также обеспечили поддержку перехода из менее зарегулированных категорий на основной рынок компаний с малой капитализацией: в ряде случаев биржи оказали им содействие путем принятия требуемых стандартов корпоративного управления более высокого качества. Так, например, биржа TSX способствует переходу компаний из сегмента Venture Exchange²² в ее основной рынок, который отличает более высокий уровень требований к корпоративному управлению. Биржа TSX также предоставляет набор таких стимулов для компаний к переходу из одного сегмента в другой, как, например, отмена уплаты сборов за листинг или ограничение требований к предоставляемой документации.

**Усилия по
повышению
уровня
информирован-
ности также
играют роль**

Помимо лидерства в развитии рекомендаций и кодексов корпоративного управления, отдельные биржи активно вовлечены в повышение уровня информированности в части ценности корпоративного управления. Так, например, в 2008 г. Варшавская фондовая биржа приняла решение о создании группы партнеров из числа образовательных центров Польши для совместной организации обучающих мероприятий и других образовательных проектов в целях повышения информированности о передовой практике в сфере корпоративного управления. Кроме того, Биржа недавно внесла изменения и дополнения в Кодекс передовой практики для числящихся в ее листинге компаний.

Наконец, биржевые альянсы и растущий уровень сотрудничества между фондовыми бирж - инструмент совершенствования стандартов корпоративного управления в общемировом масштабе. Посредством партнерских отношений и инициатив по привлечению компаний к получению двойного листинга биржи также содействуют распространению в мире передовых стандартов управления. Так, например, NASDAQ OMX активно консультировала восточноевропейские и ближневосточные биржи по вопросам повышения уровня прозрачности и раскрытия информации на местных рынках и делилась накопленным в этой области опытом. Хотя вопрос о том, приведут ли подобные инициативы к гармонизации регуляторных основ, остается дискуссионным, очевидно, что потенциально они могут способствовать совершенствованию стандартов корпоративного управления на биржевых рынках стран с переходной экономикой.

* Financial Services Authority - независимый неправительственный орган, подотчетный Министерству финансов Великобритании; осуществляет регулирование и контроль за финансово-инвестиционной деятельностью – прим.перев.)

РАЗДЕЛ II. МЕНЯЮЩИЙСЯ ЛАНДШАФТ БИРЖЕВОЙ ИНДУСТРИИ

В течение последних 15 лет биржевой сектор переживал череду последовательных изменений. Биржи сами становились объектом акционирования и листинга, слияния и поглощения порождали их консолидацию; биржевой сектор стал испытывать жесткую конкуренцию со стороны новых альтернативных торговых площадок. Другими словами, биржи оказались вовлечены в усиливающую конкуренцию и перестраиваются в ответ на это вызов. Это, в свою очередь, создает новую реальность в части роли бирж в развитии регуляторных основ, включая вопросы корпоративного управления, рынков капитала. Цель последующих разделов заключается в анализе происходящих в биржевой индустрии изменений с особым упором на установление стандартов корпоративного управления и реализацию функций по обеспечению следования им.

Акционирование и «самолистинг»

Широкое распространение акционирования...

Провозвестником большей части структурных изменений последнего времени в биржевой индустрии стал процесс их акционирования (или в отдельных случаях приватизации), пионером которого в 1993 г. стала Стокгольмская фондовая биржа. Буквально все фондовые биржи стран ОЭСР оказались вовлечены в этот процесс. Все включенные в выборку для целей данной работы биржи акционировались, и только три из них (TSE, WSX, SWX) еще пока не прошли процедуру листинга.²³ Национальные биржи вне ОЭСР, включая южноамериканские и ближневосточные, только недавно стали выказывать интерес к акционированию, и ожидается, что постепенное распространение этой модели в странах с переходной экономикой может привести к растущему интересу к деятельности Руководящей группы ОЭСР по корпоративному управлению. Соответствующим каналом в этом смысле могут стать региональные Круглые столы по корпоративному управлению.

...и «самолистинг» бирж...

Листинг фондовых бирж способствовал трансформации их модели ведения бизнеса, - возможно, даже в большей степени, чем акционирование. Хотя последнее, как полагают, изменило структуру собственности фондовых бирж, прежние их участники из числа корпоративных структур зачастую сохраняли за собой доли владения в акционированных биржах (Steil, 2002 г.). Следовательно, процесс акционирования не оказал значительного влияния на фундаментальные структуры управления бирж. Самолистинг и последующее рассредоточение собственности бирж способствовали окончательному отделению интересов бирж от интересов биржевых посредников. В результате биржи столкнулись со множеством руководствующихся различными мотивациями сообществ, которые оказывают на них дополнительное давление, чтобы обеспечить удовлетворение множества своих требований.

Возможные последствия для корпоративного управления

...послужили толчком к изменениям в области регулирува- ния...

Биржи указывают на тот факт, что переход к акционерной модели собственности сопровождался анализом регуляторных основ и внедрением соответствующих мер для выстраивания предлагаемых биржами стимулов, а также разрешением ряда неизбежных конфликтов интересов, связанных с самолистингом.²⁴ Регуляторы усилили надзор за деятельностью бирж, и в этой связи реализовали ряд мер: так, например, в США Федеральная комиссия по биржам и ценным бумагам анализирует любые предложения по акционированию, чтобы удостовериться, что они отвечают определенным требованиям государства, и удостовериться в независимости регуляторной функции биржи. В Австралии вопросы самолистинга биржи ASX находятся в компетенции Комиссии по ценным бумагам и инвестициям (ASIC). В Канаде Комиссия по ценным бумагам провинции Онтарио (OSC) внесла изменения и дополнения в условия листинга Торонтской фондовой биржи и в настоящее время требует от последней обеспечивать раскрытие определенной дополнительной информации.

*...для
устранения
возможного
риска
конфликта
интересов*

Несмотря на наблюдаемую время от времени передачу регуляторной ответственности в части самолистинга от биржи какому-либо другому институту, связанные с самолистингом конфликты интересов необязательно оказываются полностью разрешенными, что требует внедрения неких дополнительных механизмов. В Австралии процесс разрешения конфликта интересов, проистекающего из факта самолистинга ASX, основан на меморандуме о взаимопонимании между биржей и ASIC как органом, отвечающим за надзор за деятельностью рынков капитала. Некоторые наблюдатели полагают, что подобных мер недостаточно, и выдвигают более радикальные предложения – такие, как обязательность наличия для фондовых бирж двойного листинга (Fleckner, 2006).²⁵ Первопроходцем в этом вопросе может стать NYSE, если получит разрешение зарегистрироваться на Шанхайской бирже, хотя в основе этого решения, похоже, лежат причины чисто коммерческого характера (т.е. надежда, что это поможет позиционированию самой NYSE как площадки для листинга китайских компаний; Economist, 2008 г.).

В юрисдикциях, где презюмируемые конфликты интересов не могут разрешаться посредством разделения функций или внедрения новых механизмов корпоративного управления, также наблюдается передача биржами широкого круга регуляторных обязанностей другим институтам. Наглядной иллюстрацией этой модели стала Великобритания, где вслед за акционированием Лондонской фондовой биржи ее обязанности в части листинга были переданы в ведение FSA (FSA Listing Authority), которое в настоящее время отвечает за листинг и отдельные аспекты обеспечения следования правилам.²⁶ FSA вправе также вносить в правила листинга и раскрытия информации или приостанавливать торги по данному финансовому инструменту. В Канаде принята чуть отличная от британской модель, в рамках которой TSX по согласованию с OSC на договорной основе передала функции по надзору за рынком в ведение Организации по регулированию инвестиционного сектора Канады (IIROC).²⁷ Эти меры приняты с целью разрешения не только конфликтов интересов, связанных с самолистингом, но и конфликтов интересов, относящихся к регулированию деятельности эмитентов.

Обострение межбиржевой конкуренции

*Растущая
конкуренция
бирж,...*

Межбиржевая конкуренция не новое явление, но в последнее время наблюдается ее обострение в различных областях деятельности бирж, включая торги, листинг и регистрацию операций с ценными бумагами. Помимо очевидного влияния на обострение конкуренции последствий акционирования и самолистинга, следует указать и такие ключевые факторы, как стремительное совершенствование информационных технологий и создание инновационных финансовых инструментов. Как следствие традиционное понимание роли бирж как контролеров зарождающихся, если не всех, то, по крайней мере, отдельных, монополий серьезно пошатнулось. Биржи все больше рассматриваются как поставщики особого рода услуг на конкурентных рынках, которые включают торги, но могут не включать регистрацию операций с ценными бумагами и иные виды деятельности (Bagheri and Nakajima, 2004 г.).

*...включая
трансгранич-
ную,...*

Кроме того, масштабы конкуренции шагнули с национального на международный уровень. Еще вчера местные биржи конкурировали на национальном рынке, как, например, NYSE и NASDAQ, а сегодня конкуренция наблюдается между крупными консолидированными группами, оперирующими на интернационализованном финансовом рынке. Появление международных групп бирж, в действительности, – отражение эволюции сектора зарегистрированных на бирже компаний. Исторически в центре внимания бирж была проблема привлечения национальных эмитентов, что стимулировало конкуренцию между различными местными биржами в части листинга. Когда же центр внимания сместился в сторону привлечения крупных транснациональных компаний, включая зарубежные, соответственно, подверглась смещению и база операций бирж. Таким образом, межбиржевая конкуренция как за национальный, так и зарубежный листинг обострилась.

Последствия для корпоративного управления

Межбиржевая конкуренция может порождать противоречивые последствия в части функционирования рынков ценных бумаг (и потенциально – рынка корпоративного контроля) (Di Noia, 2001 г.). С одной стороны, рост конкуренции между рынками может приводить к увеличению ликвидности (Bagheri and Nakajima, 2004 г.). С другой же стороны, насколько результатом конкуренции может стать фрагментация торговли, настолько серьезной становится проблема прозрачности рынка и, более того, финансовой стабильности бирж, поскольку неликвидные рынки имеют тенденцию к меньшей устойчивости в период резких колебаний рынка. В связи с последним обстоятельством конкуренция между фондовыми рынками потенциально способна породить эффекты, подобные тем, к которым приводит конкуренция бирж с альтернативными торговыми платформами.

Что до способности фондовых бирж к повышению качества корпоративного управления в числящихся в их листинге компаний, это тоже порождает определенные проблемы в отсутствие устанавливаемого регуляторами минимального уровня стандартов (или в случае недостаточного уровня обеспечения следования им). Стимулы для бирж к установлению и поддержанию высокого уровня регуляторных стандартов могут терять силу по мере того, как биржи взвешивают связанный с этими стимулами риск вообще отпугнуть участников своего листинга или допустить их уход к конкурентам. Этот риск может усиливать давление со стороны акционеров, которые требуют от акционированной биржи сделать приоритетом ее деятельности максимизацию уровня рентабельности.

**...усилила
озабоченность
относительно
стимулов для
бирж к
реализации
функции
регулирования**

Отражение этой озабоченности - дихотомия между регуляторной функцией осуществившей самолистинг биржей и ее ролью как некоммерческой организации - породила жаркие споры относительно стимулов к регулированию. Так, например, в консультационном докладе ИОСКО 2006 г., целью которого стал анализ регуляторных вопросов, связанных с институциональной эволюцией биржи, в частности, в отношении реализации установленных Принципами ИОСКО целей²⁸, подчеркивается возможность возникновения потенциальных конфликтов интересов, с которыми могут столкнуться акционированные биржи, включая риск поддержания должного баланса между обязательствами бирж, связанными с общественным интересом, и потенциальным неправомерным использованием ими регуляторных полномочий в коммерческих целях. По большому счету, основную озабоченность, как свидетельствуют результаты упомянутого анализа и других исследований, вызывают, в первую очередь, вопросы, связанные с потенциальными конфликтами интересов в процессе регулировании биржами деятельности эмитентов.

Стимулы для бирж к поддержанию высоких стандартов регулирования

**Избыточно
жесткое
регулирование в
прошлом порой
могло приводить к
потере
бизнеса...**

Эксперты в историю показывают, что в результате принятия избыточно жестких норм регулирования и их активной реализации биржи могли оказаться в заведомо невыгодных конкурентных условиях. Так, в академических источниках указывается, что, благодаря облегченным требованиям к листингу, в 1990-ые гг. Лондонская фондовая биржа получила конкурентные преимущества перед нью-йоркской NYSE; аналогичным образом, ЛФБ вышла победителем в конкуренции с парижской Paris Bourse, так как разрешила дилерам задерживать на несколько дней предоставление отчетности о сделках с крупными пакетами акций (Blommfield and O'Hara, 2000 г.). Американская фондовая биржа (AMEX), ныне известная как NYSE Amex, традиционно привлекала эмитентов, не сумевших соответствовать правилам листинга NYSE. Сходным образом, в 1980-ые гг. она получила конкурентные преимущества перед NYSE, благодаря тому, что разрешила эмиссию многочисленных классов акций, что на NYSE было запрещено. И действительно, авторы некоторых исследований приходят к выводу, что хотя отказывая в листинге, биржи и могут давать понять о качестве своих стандартов, в реальности это имело место не часто (Cain, 2003 г.).

Если обратиться к событиям недавнего прошлого, принятие в 2002 г. Акта Сарбанеса-Оксли (SOX) породило серьезную дискуссию о его влиянии на конкурентоспособность бирж США. Широко обсуждавшийся доклад, подготовленный по заказу мэрии г. Нью-Йорка, указал SOX как на одну из причин потери конкурентоспособности рынками капитала США (McKinsey, 2006 г.). Этот доклад содержал критику регуляторных основ США и «неудачную реализацию Акта Сарбанеса-Оксли от 2002 г.», указывая, что это стало ключевой причиной стремительного роста доходов на рынке капиталов ЕС (на 20% в год) против 7% на американском рынке. В докладе также отмечался факт снижения доли США на глобальном рынке IPO (с 57% в 2001 г. до 16% в 2006 г.), в то время как рынок IPO в ЕС за указанный период вырос на 30%. В исследовании Leuz, Tiantis and Wang (2004 г.) отмечается, что только за 2003 г. процедуру делистинга осуществили более 200 зарегистрированных на американском фондовом рынке компаний. Возможно, мотивом для таких действий послужило принятие за год до того Акта Сарбанеса-Оксли. Необходимо признать, что приведенные выводы не суть истина в последней инстанции, и другие исследователи были более консервативны в оценке влияния, которое SOX оказал на уровень конкурентоспособности рынков капитала США.²⁹

...но, с другой стороны, функция бирж как регуляторов остается одним из их конкурентных преимуществ

Инвестируя в развитие собственного регуляторного потенциала, биржи, возможно, движимы стремлением к разделению предоставляемых ими типов услуг в свете растущей конкуренции, в силу чего регулирование превратилось в одну из их «ключевых компетенций». Проистекающее из этого конкурентное преимущество могло бы помочь объяснить, почему столь биржи упорно отстаивают прерогативу реализации регуляторной функции, внедряя различного рода механизмы для разрешения потенциальных конфликтов интересов, возникающих в отношении «самонадзора» и надзора за деятельностью эмитентов. В поддержку таких связанных с «репутационным капиталом» аргументов говорит то, что ряд бирж, деятельность которых стала предметом анализа в докладе ИОСКО, указали, что действительно усилили внимание к реализации регуляторной функции. В подготовленном в 2004 г. Всемирной федерацией бирж отчете «Доклад о регулировании рынков» отмечалось, что почти 70% бирж указали, что регулирование стало более интенсивным, чем тремя годами ранее. Биржи выделили дополнительные ресурсы для совершенствования работы своих регуляторных подразделений – свидетельство того, что они определенно полагают, что им следует сохранять прерогативу внедрять правила и отслеживать, как эмитенты следуют им. Отдельные биржи, как, например, швейцарская Six Swiss Exchange, смогли сохранить за собой функции саморегулирования, на которые распространяется действие соответствующего законодательства (Федеральный закон о биржах и торговле ценными бумагами) и полномочий в части надзора, реализуемых Агентством по надзору за финансовыми рынками Швейцарии (FINMA).

Функции бирж по обеспечению следования эмитентами регламентам и правилам

Угроза делистинга в отношении нелояльных компаний...

С точки зрения самих бирж, в тех случаях, когда правила и регламенты не являются элементом требований листинга и не носят обязательный характер, у биржи появляется искушение разработать собственный режим обеспечения следования таким правилам и регламентам, поскольку существующий режим не обеспечивает стимулов для зарегистрированных на ней компаний, достаточных, чтобы всерьез относиться к этим стандартам. С точки зрения же эмитента, состоятельность угрозы делистинга должна рассматриваться в свете способности компании обрести сопоставимый листинг (т.е. такой, который обеспечил бы сопоставимую ликвидность и т.п.) на какой-либо другой бирже. И действительно, если услуги разных бирж рассматривать как взаимозаменяемые, а связанные с делистингом репутационные и финансовые издержки не представляются чрезмерными, властные полномочия бирж как регуляторов могут сойти на нет. В этой связи особую озабоченность вызывает то, что вместо того, чтобы быть карательным мечом в руках биржи, перспектива делистинга может стать оружием для эмитента. Автор одного из исследований рынков капитала полагает, что за последние три года одна из каждой охваченных исследованием двенадцати компаний рассматривала для себя возможность смены платформы листинга (DLA Piper, 2008 г.). Похоже, это может означать, что регуляторные барьеры и издержки, связанные с подобного рода решением, возможно, не столь уже и непреодолимы.

**...дополняется
более “мягкими”
опциями -
такими, как
выговоры или
денежные
штрафы...**

Помимо в общем-то крайних мер – таких, как делистинг, - в арсенале бирж имеются, как указывалось выше, и другие меры принуждения компаний к следованию стандартам и правилам, которые реализуются посредством публикации мнений о степени, до которой эти компании следуют таким стандартам и правилам, или наложением на них денежных штрафов. В части кодексов корпоративного управления биржи могут предавать огласке случаи нарушения компаниями стандартов и правил или принуждать компании раскрывать случаи, когда они не следуют положениям кодекса. За исключением юрисдикций, где рекомендации в части корпоративного управления обязательны к исполнению, делистинг как результат нарушения правил и стандартов корпоративного управления в строгом смысле слова – крайне редкое явление. Напротив, имеются отдельные свидетельства того, что вместо наказания за отсутствие следования правилам и стандартам биржи порой вынуждены вносить в них изменения.

**...Но подобные
угрозы не всегда
действительны**

Недавние примеры демонстрируют неохоту, с которой биржи прибегают к наказанию в случае возникновения проблем в сфере корпоративного управления, которые, однако не связаны с нарушением законодательства или мошенничеством. В некоторых научных исследованиях приводится в качестве примера решение германской Deutsche Börse не осуществлять делистинг компании Порше за отказ последней в течение более чем семи лет следовать соответствующим требованиям к раскрытию информации.³⁰ Некоторые авторы даже утверждали, что стимулы к содействию обеспечению следования установленным на рынке правилам могут оказаться ослабленными настолько, насколько различного рода нарушающие эти правила корпоративные операционные стратегии повышают объемы биржевых торгов. (Pritchard, 2003; Pirrong, 1995 г.).

Еще один интересный вопрос, связанный с более широкой темой должным образом функционирующих рынков корпоративного контроля, затрагивает контекст регулирования биржами деятельности нарождающихся конкурентов. Как указывалось выше, зачастую биржи становятся регуляторами для инвестиционных банков, которые управляют конкурирующими торговыми платформами, или для поставщиков данных, которые для бирж могут стать прямыми конкурентами. В той степени, в какой фондовые биржи расширяют сферу своей деятельности, может увеличиваться и возможность для них прибегнуть к несправедливому регулированию деятельности компаний, предлагающих конкурентные услуги (торги, предоставление данных, т.п.), при возможном отсутствии у последних механизмов, чтобы противостоять подобной практике. Сходного рода опасение возникает в контексте работы бирж по регулированию деятельности их собственных акционеров.

**Особого рода
вопросы могут
возникать, когда
биржи
регулируют
деятельность
своих
зарождающихся
конкурентов**

До последнего времени лишь несколько авторов исследовали влияние межбиржевой конкуренции на обеспечение следования устанавливаемым самими биржами правилам и стандартам. Однако несколько лет назад эта проблема была детально проанализирована Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC, 2004 г.). В опубликованном Комиссией документе отмечалось, что возросшая конкуренция между биржами за листинги и объемы торгов оказала давление на связанные с институтами саморегулирования регуляторные усилия и источники финансирования. Кроме того, в этом документе утверждается, что появление саморегулируемых организаций, в число акционеров которых входят коммерческие структуры, порождает новые потенциальные конфликты интересов и проблемы, связанные с регуляторными стимулами. В документе Комиссии далее утверждается, что неудачные попытки или возможные неудачи СРО исполнить соответствующие обязательства в части саморегулирования породили публичную дискуссию об эффективности системы саморегулирования в целом. Существующие академические исследования, как представляется, разделяют это наблюдение. De Marzo *et al.* (2001 г.) приходят к выводу, что фондовые биржи, организованные в форме СРО, выказывают тенденцию к выбору более мягкой политики по обеспечению следования стандартам и правилам, с менее частыми расследованиями и более мягкими наказаниями.

Трансграничная консолидация фондовых бирж

Появление в последнее время межстрановых биржевых платформ ...

Процесс консолидации фондовых бирж идет уже несколько десятилетий,³¹ но трансформация бирж в публичные компании породила новую волну межбиржевых слияний и поглощений и добавила указанному процессу новое, трансграничное измерение. Соглашение о сотрудничестве между NYSE и Euronext в 2006 г., приобретение биржей Nasdaq биржи OMX и осуществленные биржей Bourse Dubai инвестиции в Nasdaq в 2007 г., инвестиции бирж Qatar ЛФБ и слияние последней с Borsa Italiana в том же 2007г. – вот лишь несколько примеров процесса фундаментальной реструктуризации биржевой отрасли. Как представляется, процесс консолидации в отрасли продолжается, в особенности в Северной Америке и Европе, что вызывает определенную озабоченность, в частности, с точки зрения его влияния на процессы конкуренции. (Kokkoris and Olivares-Caminal, 2007 г.).

Трансграничным слияниям и поглощениям последнего времени до определенной степени способствовал ранее имевший место на национальном уровне процесс консолидации биржевого сектора. В некоторых странах наблюдался процесс слияния бирж для создания “чемпионов отрасли”, которых, в свою очередь, ориентировали на проведение политики поглощений на зарубежных рынках. Параллельно с этим наблюдался резкий рост капитализации бирж в странах с переходной экономикой, что привело к появлению новых игроков – как в качестве субъектов поглощения, так и его целей – на рынке трансграничных слияний и поглощений.³² Биржи стран с переходной экономикой также стали объектом растущего интереса со стороны бирж государств-членов ОЭСР, стремившихся расширить и диверсифицировать свое присутствие на международной арене.

....как результата слияний, а также формирования альянсов ...

Другие фондовые биржи стремились не к участию в трансграничных поглощениях, а к укреплению своих позиций, вступая в альянсы, которые юридически формализовывались посредством заключения меморандумов о взаимопонимании. Подобного рода соглашения преследовали цели снижения издержек, роста ликвидности и развития новых продуктов и услуг. Поскольку глобальные межбиржевые альянсы обычно предусматривают сотрудничество лишь в нескольких определенных областях, они, в основном, не порождают те проблемы в регуляторной сфере, что и процесс межбиржевой консолидации. Возможная оговорка в отношении этого утверждения заключается в том, в рамках этих альянсов существуют соглашения об организации двойного листинга (как то, например, в рамках альянса NYSE и TSE). Эти виды альянсов порождают необходимость анализа обеими сторонами соответствия регуляторного режима каждой из них режиму партнера, находящегося в другой юрисдикции.

Последствия для корпоративного управления

...порождает озабоченность относительно риска фактической гармонизации стандартов корпоративного управления

Межбиржевая консолидация порождает важные проблемы в части реализации биржами регуляторных функций. В принципе, можно утверждать, что с юридической или регуляторной точки зрения, трансграничная консолидация подразумевает лишь формирование единых операторов для различных рынков. Однако остаются вопросы о правовой основе регулирования, осуществляемого фондовыми биржами – резидентами юрисдикций, отличных от юрисдикции эмитентов, в отношении которых эти биржи должны осуществлять функцию надзора. Также вызывает озабоченность возможная принудительная гармонизация стандартов корпоративного управления для компаний, зарегистрированных на трансграничных биржах (например, на NYSE и Euronext). Кроме того, проблемы практического характера могут также проявиться в ситуации, когда биржевая платформа, владельцами которой выступают зарубежные инвесторы, вынуждена сотрудничать с национальным регулятором рынка ценных бумаг по вопросам обеспечения исполнения устанавливаемых этой биржей правил

Даже будучи частью группы,

Попытки решения вопросов в части трансграничной деятельности фондовых бирж предпринимаются на различных уровнях. В большинстве случаев ряд стран ОЭСР обычно

**биржи в
сущности
остаются
национальными
структурами,...**

вводит ограничения на владение и приобретение бирж, включая требование о необходимости уведомления, ограничения по предельному размеру доли в собственности, а также требования к этическим стандартам, компетенциям, операционному потенциалу и платежеспособности собственника.³³ С учетом представленной в данной работе точки зрения еще более важное значение приобретает масштаб саморегулирования, реализуемого биржевыми группами, функционирующими в ряде разных юрисдикций. В частности, у регуляторов, самих бирж и участников рынка вызывает озабоченность риск побочных эффектов регулирования. В рамках некоторых международных биржевых конгломератов, образованных посредством слияния, например, NYSE - Euronext или NASDAQ - OMX, ведутся переговоры по внедрению особых норм для устранения такого риска. Так, например, по условиям альянса NYSE и Euronext, обе группы сохраняют статус самостоятельных юридических лиц, но владельцем обеих выступает единая холдинговая компания; при этом Euronext не зарегистрирована в США в качестве фондовой биржи, что означает, что на эмитентов в листинге Euronext законодательство США в области ценных бумаг не распространяется (Aggarwal et al., 2007 г.).

**...а несколько
государств
приняли законы в
защиту
исключительных
национальных
прав в
регуляторной
сфере**

Правительства некоторых стран ОЭСР пытаются более явным образом обеспечить защиту регуляторных полномочий национальных бирж и регуляторов. Правительство Великобритании приняло закон «Об инвестиционных биржах и клиринговых центрах», которым установлено, что «подходы государства в области регулирования не подлежат изменению в случае поглощения какой-либо британской биржи или клирингового центра» 34 (Balls, 2007 г.). Схожее законодательство готовится к реализации и в Швеции. Цель его – устранить риск побочных эффектов в регуляторной сфере, которые возникли вследствие поглощения биржей NASDAQ биржи OMX. В юрисдикциях, правительства которых не реализовали подобного рода мер, существует более высокая степень риска того, что режим управления биржей – объекта слияния или поглощения может оказаться подчиненным режиму поглощающей биржи. На практике же, однако, примеров установления поглощающей биржей собственных регуляторных стандартов пока не отмечалось.

В части корпоративного управления могут проявиться и другие сложности, в частности, каким образом и до какой степени транснациональная биржа может решать вопросы управления в зарегистрированных на ней зарубежных компаниях-эмитентах (или более точно, тех, которые не являются резидентами ни в одной из тех юрисдикций, в которых такая биржа осуществляет операции) Если на французские, бельгийские или португальские компании, числящиеся в листинге Euronext, распространяется действие национального законодательства и кодексов корпоративного управления соответствующих стран, то какие требования в данной сфере должны распространяться на зарегистрированную на Euronext, например, китайскую компанию и должны ли они распространяться на нее вообще, остается менее очевидным.

**Большинство
бирж
признает
иностранное
листинги при
условии
следования
стандартам
юрисдикции
этих бирж...**

Фондовые биржи в большинстве исследуемых для целей настоящей работы юрисдикций могут устанавливать стандарты в части листинга или раскрытия информации на основе национального законодательства. Как уже упоминалось выше, иностранные эмитенты обычно допускаются на них при условии следования национальным стандартам этих бирж в предположении равнозначности таких стандартов. В реальности же, как уже говорилось выше, иностранные эмитенты могут рассчитывать на существенные исключения из правил.³⁵ Так, например, NASDAQ освобождает иностранных эмитентов от необходимости следовать Форме сертификации корпоративного управления, которая требуется от компаний, числящихся в листинге этой биржи, при условии, что вместо следования требованиям NASDAQ иностранные эмитенты следуют практике своей юрисдикции в данной области. Эмитент, который выбирает первую из вышеприведенных опций, всего лишь должен предоставить NASDAQ письмо от внешнего совета в своей юрисдикции, которым удостоверяется, что практика корпоративного управления такого эмитента в его юрисдикции не запрещена национальным законодательством. При этом иностранные эмитенты обязаны следовать определенным нормам, как то, тем, которые устанавливает комитет по аудиту, принципу непрерывности хозяйственной деятельности эмитента.³⁶

**...но в
отдельных
случаях**

Небольшое число бирж распространяют свои требования в части управления на иностранные компании. Пример этому - OMX Nordic Exchanges, которая требует от иностранных эмитентов с уровнем капитализации выше определенного использования одного из кодексов корпоративного управления, применяемого в одной из ее юрисдикций,

к иностранным эмитентам предъявляются особые требования

при условии, что на эмитента не распространяется действие кодекса в его собственной юрисдикции.³⁷ Другим примером служит применение биржей SWX Директивы о корпоративном управлении в отношении числящихся в ее листинге компаний – резидентов других государств.³⁸

Это означает, что на отдельных иностранных эмитентов, желающих зарегистрироваться на этих биржах, может распространяться действие кодекса корпоративного управления, который не является частью национального режима государств, резидентами которых они остаются. Это показывает способность бирж к установлению некоего уровня международного «мягкого регулирования». Другой часто цитируемый образец этого подхода, – конечно же, установление требований к зарубежным эмитентам, зарегистрированным на биржах США, в рамках Акта Сарбанеса-Оксли.

Появление конкурентов: альтернативные торговые системы

Появление альтернативных торговых систем...

В течение многих лет конкуренцию биржам составляли внебиржевые торговые платформы – такие, как внебиржевые рынки ценных бумаг и интернационализация заказов биржевыми посредниками. Однако развитие технологий вкупе с появлением тенденции к акционированию бирж привели в последние годы к росту конкуренции. С середины 1990-ых гг. Все более широкое распространение получают альтернативные торговые системы (АТС (см. краткое описание во Врезке 1). Они позволяют участникам рынка обходить биржи как площадки для торгов. АТС зародились в США в конце 1960-ых гг., когда на рынке появилась первая их модификация, именовавшаяся «Электронные коммуникационные сети» (ЭКС). Вскоре стало понятно, что ЭКС способны осуществлять транзакции столь же эффективно, что и биржи (McAndrews and Stefanadis, 2000 г.), и вскоре они стали отвоевывать существенную долю рынка торгов отдельно взятыми финансовыми инструментами.

Растет популярность BTC и МТП

...все начинается с США...

Росту популярности BTC³⁹ в Соединенных Штатах предшествовал ряд промышленных успехов. В 1996 году Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) приняла решение предоставить доступ BTC к NASDAQ с целью интегрировать рынки BTC в более емкие рынки публичных компаний для обеспечения справедливой и эффективной обработки всех заявок. Параллельно был утвержден порядок отображения и котировки акций, что, фактически, положило конец этапу конфиденциальности BTC, так как начиная с этого момента торговые системы стали публиковать котировки на рынке NASDAQ (McAndrews and Stedanadis, 2000). В ответ на утверждение нормативных документов и ряд других шагов, сделанных в отдельных областях зоны ОЭСР наметился (хотя и с заметным опозданием) осторожный рост популярности новых торговых сетей. В других регионах реакции на них не последовало.

В Европе фондовые биржи перешли на работу с электронным регистром заявок и торговыми системами в начале 1990-х; интерес к торговым платформам типа BTC на тот момент оставался невысоким. В других странах ОЭСР таких, как Япония или Австралия, рост популярности электронных торговых платформ был либо незначительным либо отсутствовал полностью.

...однако после публикации Директивы о рынках финансовых инструментов (MiFID), в Европе...

Хотя популярность BTC росла в Европе не так быстро, переход на рынок финансовых инструментов (MiFID) в ноябре 2007 года стимулировал развитие многосторонних торговых площадок (МТП) по всему континенту. Директива отменила «правило концентрации» и содействовала развитию конкуренции между обычными биржами и между внебиржевыми площадками; начался бурный рост платформ МТП, которые – подобно BTC в США – делают все возможное для того, чтобы свести к минимуму операционные расходы брокеров/дилеров. Действительно, с момента принятия директивы в Европе наблюдается активное формирование МТП, таких как Chi-X, Turquoise, Equiduct и др.

...наметилась конкуренция со стороны традиционных бирж в области жесткой экономии затрат

Имея незначительную численность персонала⁴⁰ и низкую себестоимость, МТП и BTC становятся конкурентами бирж, заставляя биржи также снижать издержки.⁴¹ Дополнительные преимущества новых площадок связаны с оперативностью исполнения заявок, что делает их привлекательными для трейдеров программной торговли (algorithmic traders). Обычные биржи реагируют на вызов реструктуризацией ценообразования, а в некоторых случаях даже предлагают сходный объем услуг. На сегодня США являются лидерами с точки зрения числа внебиржевых торговых площадок; по некоторым оценкам их число превышает 70 (вместе со скрытыми пулами). Оценки показывают, что на долю BTC сейчас приходится до половины объема торговли ценными бумагами, имеющими листинг на рынке NASDAQ (Fleckner, 2006). И в Европе к МТП приходит первый успех. Как сообщается, в течение первого года с момента начала торгов Chi-X - первая европейская МТП - достигла объема торговли в 13% по акциям компаний из FTSE 100.

Врезка 1. Виды альтернативных торговых площадок

Альтернативные торговые системы (АТС). АТС можно определить как «организации, которые в отсутствие такого регулирования как регулирование бирж, действуют по типу автоматизированных систем, замыкающих друг на друга интересы покупателей и продавцов в систематическом виде и в соответствии с правилами, установленными оператором системы. В результате деятельности формируется безотзывный контракт» (Комитет европейских регуляторов ценных бумаг). АТС включают в себя ряд платформ, в том числе электронные доски объявлений, частные вне биржевые системы обеспечения доступа к ликвидности (crossing systems), а также системы исполнения, реагирующие на котировки, заявки или работающие по принципу hit-and-take. В данной статье термин АТС используется для общего описания всех внебиржевых торговых площадок, за исключением систематических интернализаторов.

Многосторонние торговые площадки (МТП). Термин МТП вошел в обиход после утверждения Директивы о рынках финансовых инструментов (MiFID). В широком смысле МТП означает систему, которая объединяет нескольких участников (таких, например, розничные инвесторы или другие инвестиционные компании), заинтересованных в покупке и продаже финансовых инструментов. В качестве МТП может выступать и частная вне биржевая система обеспечения доступа к ликвидности (crossing network) или аналогичные исполнительные механизмы, которыми - в соответствии с правилами MiFID - могут управлять либо операторы регулируемого рынка либо инвестиционные компании. Получение лицензии органа контроля финансового рынка является необходимым для работы всех МТП в Европе. В качестве примеров платформ МТП можно привести Chi-X и Turquoise.

Вне биржевая торговая система (BTC). Термин BTC был создан Комиссией США по ценным бумагам и биржам в 1998 году. Он относится к системам, основанным исполнении поручений, где заявки инвесторов на покупку и продажу фиксируются непосредственно в журнале во время залпового аукциона (call auction) или во время непрерывной торговли. Для торговли в BTC, участники (финансовые инвесторы, брокеры/дилеры и маркетмейкеры) размещают сделки непосредственно в BTC. Индивидуальные инвесторы должны завести учетную запись у брокера/дилера для осуществления сделок в BTC. Примерами основных BTC являются системы Archipelago и Brut.

Скрытый пул (СП). Скрытые пулы являются закрытыми перекрестными сетями, которые не дают заявкам участвовать в торговле в полной мере, что дает участникам ликвидность, не отраженную в открытых журналах заявок. В результате, сделки, осуществленные через скрытые пулы, проходят как анонимные (как с точки зрения цены, так и с точки зрения участников), что привлекательно для институциональных инвесторов, которые зачастую предпочитают осуществлять крупные сделки не раскрывая себя остальным участникам открытого рынка. Следует проводить различия между отдельными видами скрытых пулов. Главным образом, СП отличаются тем, что отдельные пулы по принятой бизнес-модели публикуют котировки, другие таких публикаций не ведут. Исполнение заявок происходит либо автоматически, либо путем переговоров, которые могут вестись в любое время суток или в запланированные периоды времени. С точки зрения формы собственности, скрытые пулы могут работать независимо (например Instinet), выступать как фирмы, выполняющие брокерские и дилерские функции (например BNP Paribas) или являться консорциумом таких фирм (BIDS) или даже сами биржами (NASDAQ OMX).

Формирование «скрытых пулов»

Развитие скрытых пулов ликвидности.

Параллельно с расширением объема торгов через достаточно прозрачные МТП и BTC, инвестиционные банки начинают принимать участие в формировании так называемых «скрытых пулов» ликвидности. Несмотря на то, что фирмы, выполняющие функции брокера/дилера, давно сделали выполнение заявок процессом внутренним (для того, чтобы избежать проводки через биржи), создание

.. ...

скоординировано работающих скрытых пулов представляет собой еще один шаг в том же направлении. Популярность скрытых пулов действительно впечатляет – последние оценки показывают, что ежедневный оборот скрытых пулов во всем мире достиг 500 миллионов акций; ожидается, что к 2010 году эта цифра достигнет 1,35 млрд. (Tabb Group, 2006). Число игроков этого сегмента рынка постоянно растет, формируя новых операторов - «агрегаторов скрытых пулов». Последние действуют как интерфейс между несколькими скрытыми пулами для повышения ликвидности площадок.

...
**подогревается
интересами
институциона
льных
инвесторов**

Растущая популярность скрытых пулов акционерного капитала связана с откликом на желание институциональных инвесторов сохранить анонимность, снизить торговые издержки и ускорить выполнение крупных заявок. Скрытый пул отвечает всем указанным требованиям, формируя место, где крупные заявки могут выполняться с минимальным влиянием на рыночные цены и по низкой себестоимости. Такой подход позволяет институциональным инвесторам проводить крупные сделки через указанные торговые площадки вместо регулируемых бирж, где исполнение скорее всего будет более продолжительным так как трейдерам придется делить акции на небольшие блоки для минимизации влияния на состояние рынка.⁴² Что касается ценообразования, институциональные инвесторы давно искали новые механизмы сокращения затрат на выполнение заявок за счет алгоритмической торговли и путем дробления заявок на несколько частей. В результате в последнее время обычные биржи приступили к реализации алготрейдинга, который подразумевает разбиение крупных пакетов акций на небольшие блоки, которые становятся видимыми для рынка в виде небольшой части («в виде верхушки айсберга»)⁴³. Тем не менее, ценообразование в скрытых пулах остается более привлекательным, чем на бирже.

... .. что
**поставило
вопрос, а
выполняют ли
новые
конкуренты в
должной мере
требования
регулирующих
органов**

Помимо адаптации технических и ценовых аспектов предоставляемых услуг возможность биржи сдерживать рост относительно бесконтрольных, с точки зрения регуляторов, скрытых пулов представляется ограниченной.⁴⁴ Скорее всего, положение бирж более уязвимо, поскольку им приходится конкурировать со скрытыми пулами, а не с альтернативными торговыми площадками из-за того, что скрытые пулы, как правило, значительно менее поддаются регулированию, чем остальные платформы. Вместо того, чтобы противостоять конкуренции со стороны скрытых пулов, ряд бирж принял решение перейти в промышленную сферу из опасения, что даже их энергичные действия не приведут к заметному росту финансовых поступлений. NYSE Euronext и NASDAQ OMX уже приобрели два крупных стартапа в промышленности; Лондонская фондовая биржа завершает формирование продукта Байкал, одновременно с этим Нью-Йоркская биржа NYSE Euronext совместно с HSBC, BNP Paribas и J.P Morgan в феврале 2009 года получили одобрение со стороны Федеральной службы финансово-бюджетного надзора разрешение на Smartpool. По сведениям источников, отдельные биржи, которые ещё не купили или не создали собственные скрытые пулы изучают вопрос их формирования.

Влияние растущих платформ на фондовые биржи

**Рыночная
ниша
обычных
бирж
сужается...**
...

Возникновение различных внебиржевых платформ определённо повлияло на условия торгов и на бизнес-модель действующих бирж. Потеря доли торгового рынка, которую ощутили биржи на Североамериканском континенте и в Европе (описанная, например, газетой Financial Times в 2008 г.), не прошла незамеченной самими биржами. Несмотря на то, что степень успешности МТП в Европе и ЭКС в Северной Америке может оказаться значительно завышенной, последние успехи говорят об определенном спросе на оказываемые ими услуги.

С учётом сказанного, имеет смысл внимательно проанализировать изменение в расстановке участников конкурентной борьбы. Во-первых, следует отметить, что популярность АТС росла разными темпами

***...тем не менее
объёмы
торговли
стремительно
растут***

во всем мире; уже отмечалось, что наиболее успешными АТС стали в Северной Америке и Европе, чего нельзя сказать о других континентах. Во-вторых, несмотря на многочисленность скрытых пулов и других платформ АТС, ряд из них столкнулся со значительными сложностями уже на первых этапах работы. Так, платформа Turquoise была запущена с опозданием в два года. Более того, эксперты постоянно утверждают, что показатели работы АТС могут не отражать истинного состояния дел с учётом отсутствия стандартных форматов отчёта о торговых операциях, вероятного дублирования учёта или даже отсутствием представления полной отчётности со стороны брокеров/дилеров.

Скорее всего, самыми важными аргументами против сценария "конца света" для фондовых бирж является факт, что доля рынка, которая приходится на ЭКС и МТП, формируется на фоне устойчивого роста объёмов торговли. Появление новых площадок скорее всего отражает именно этот факт, а не вытеснения с рынка бирж в их традиционном виде. Сделанный вывод можно обосновать показателями состоянием рынка в часы сбоя (почти на весь день) торгов на Лондонской фондовой бирже 8 сентября 2008 года. Несмотря на то, что ценные бумаги, непрерывно торгуемые на Лондонской фондовой бирже, ушли на альтернативные платформы, оборот 8 сентября 2008 года не оказался существенно более высоким, чем торговля на тех же платформах в другие дни. Таким образом, без преувеличения можно утверждать, что рост популярности платформ МТП не оказал серьёзного влияния на оборот торговли на Лондонской фондовой бирже и на других европейских биржах.

Влияние на корпоративное управление

***Отсутствует
ясность в оценке
влияние
популярности
АТС на
корпоративное
управление***

Влияние роста популярности платформ АТС на корпоративное управление невозможно прогнозировать, исходя из общих представлений. С одной стороны, нужно учитывать, что внебиржевая торговля часто является менее прозрачной и не настолько жёстко регулируемой, как торговля на биржевых площадках. Нельзя исключить последствий для корпоративного управления в рамках Принципов ОЭСР, если будет раскрыта истинная цена сделок, и вскроются другие аспекты работы на указанных платформах. С другой стороны, до тех пор, пока торгуемые компании соблюдают установленные правила листинга и правила раскрытия информации биржевых торгов, а также выполняют требования своих стандартов корпоративного управления, роли бирж в деле продвижении высоких стандартов корпоративного управления ничто не грозит. Очевидное исключение из составляют компании, которые публично торгуются с соблюдением законодательства по ценным бумагам, но которые отказались от листинга на бирже. Еще одно исключение касается компаний, включённые в листинг на нерегулируемых рынках (например Pink Sheets⁴⁵ в США), так как они не включены в листинг на биржах.

Более того, влияние АТС на корпоративное управление необходимо анализировать для каждого конкретного случая с учётом типа платформы и регулирования, которое относится к платформе в заданной юрисдикции. В качестве примера рассмотрим МТП - они регулируются жёстче и их прозрачность выше, чем у скрытых пулов. Очевидно, что вследствие рыночной прозрачности и целостности, возникновение таких конкурентов, как скрытые пулы, должно быть особенно болезненным для фондовых бирж. Уже звучат опасения, что в скрытых пулах создана технология, с помощью которой крупные инвесторы могут анонимно перемещать акции, причём розничные инвесторы об этом не имеют никакого представления.⁴⁶

Влияние на раскрытие цены и на рынки корпоративного управления

Риски учитывают ухудшение прозрачности и последствия раскрытия цены

Как уже отмечалось в вводном разделе, ключевой вопрос корпоративного управления заключается в том, зависит или нет скорость раскрытия информации о больших объемах приобретения акций, а также объявление о таких планах и механизмах финансирования акционерам от миграции объемов торговли с регулируемой биржи на АТС. В принципе, раскрытие цены для компаний листинга может пострадать от дробления объемов торговли на альтернативных торговых площадках, особенно в случаях, когда отсутствует обратная связь между АТС и первичным рынком листинга ценных бумаг. До тех пор, пока рыночное дробление не приводит к ситуации, когда торговля на отдельных площадках постоянно остается невидимой (или не видна в данный момент) участникам торговли на других площадках, могут осуществляться спекулятивные сделки между платформами, что может повлиять на функцию раскрытия цены. Более того, торговля на АТС может вестись изолированно от биржевых рынков (примером служат торговые операции после закрытия биржи), приводя, таким образом, к снижению прозрачности указанного вида торговой деятельности⁴⁷ (Barclay and Hendershott, 2003). И, наконец, существует более очевидный значительный риск, что в некоторых случаях АТС не смогут осуществить и контролировать торговые операции с той же степенью жесткости, что и лицензированные биржи.⁴⁸

...снижение ликвидности за счёт фрагментации...

Фрагментация объема торговли, которая происходит на АТС, не обязательно влияет в худшую сторону на цену, которая будет показана на фондовой бирже в результате публикации. Комиссия по ценным бумагам и биржам США установила правила, согласно которым требуется, чтобы самое лучшее предложение дилеров в адрес ЭКС включалось в лучшую государственную заявку и предложение (NBBO) (в выборку последних), а ценные бумаги, листинг которых приводится на NYSE и которые торгуются на ЭКС, должны фиксироваться на NYSE. Эмпирическое изучение вопроса говорит, что ЭКС могут влиять на качество котировок (Huang, 2002). В Европе вопрос влияния фрагментации объема торговли на снижение ликвидности и прозрачность представляется более серьезным.⁴⁹ Так как единый орган отчетности о торговой деятельности отсутствует, следует считать серьезным и вопрос прозрачности цены по завершении торгов. Но и его можно решить, основываясь на рыночном подходе. Созданная в январе 2009 Томпсоном Ройтерсом независимая лента года как раз и является инструментом консолидации цен котировок разных бирж и других торговых площадок, то есть это определенно первого шага в верном направлении.

Более того, влияние АТС на раскрытие цены зависит не только от национальной нормативно-правовой базы, но также и от конкретных характеристик ценных бумаг (от такого параметра, например, как существование двойного листинга и пр.), а также платформы, на которой проводится торговля данным видом ценной бумаги. На самом деле любопытно разобраться в нормативных базах, в которых работают различные типы площадок АТС и в вопросе их влияния на формирование цены на бирже. Этот аспект является высокотехнологичным, он требует изучения не только нормативно-правовой базы, в рамках которой работают различные платформы АТС, но и тонкостей работы клиринговых систем, систем расчета, процедур исполнения торговых операций и характера инфраструктуры.

... и анонимность, позволяющую вести инсайдерскую торговлю

И, наконец, время от времени звучат критические замечания о роли АТС в случае торговли блоками ценных бумаг, входящих в листинг. С учётом того, что цель формирования отдельных АТС заключалась в сохранении анонимности торговых операций, к этим критическим замечаниям следует внимательно отнестись. К примеру не может не настораживать факт поиска хедж-фондом менее прозрачных путей для продажи крупной позиции с явным предпочтением скрытых пулов вместо официального рынка. В предельных случаях можно даже предположить, что фрагментация торговли в отдельных ситуациях может увеличить риск инсайдерской торговли, противостояние которой традиционно считалось важной функцией фондовых бирж и уже обсуждалось выше

Влияние АТС на регулирующие функции бирж

На фоне сокращения базы прибыли биржи волнуют вопросы финансирования обязанностей регуляторов

Несмотря на то, что биржи уже долгое время посылают сигналы тревоги в отношении роста объёма торговли на АТС, с точки зрения самих бирж ключевым вопросом, по-видимому, является снижение объёма прибыли от торговых операций. Действительно, по мере того, как объём прибыли бирж от торговых операций страдает из-за растущей популярности АТС, ресурс регуляторов бирж становится недостаточным для того, чтобы выполнить возложенные на биржи контролирующие функции. Может возникнуть ситуация, когда дальнейшая миграция торговли на внебиржевые платформы приведет к неспособности бирж выделять необходимые ресурсы для осуществления функции регулирования и контроля. Второй раздражитель для фондовых бирж - это факт, что АТС пользуется функциями регулирования и контроля бесплатно так как за последние отвечают биржи, а АТС не обязаны необходимости нести соответствующие затраты.

Если функции регулирования фондовых бирж действительно находятся под угрозой, способность АТС обеспечить выполнение стандартов управления среди компаний листинга не просматривается как адекватная для заполнения освобождающейся ниши. Кардинальное различие между регулированием со стороны АТС и биржевым регулированием заключается в том, что сделки на АТС основаны на договорах частного права, а не на праве, регулирующем фондовые биржи. Более того, АТС не наделены полномочиями применять корпоративное законодательство или законодательство по обороту ценных бумаг; альтернативные системы не обладают полномочиями лишать компании права листинга или применять другие дисциплинарные меры в отношении эмитентов. Внебиржевые рынки не имеют стандартов приема новых участников или полномочий контролёра для внедрения стандартов управления или других норм. Поскольку такие площадки не наделены какими бы то ни было регулируемыми полномочиями, у них нет желания приостанавливать торговлю ценными бумагами компаний, обладающих несовершенной структурой управления, до тех пор, пока такие компании находятся в листинге. Тем не менее, что АТС могут сделать и что они уже делают, так это вводить санкции не на эмитентов, а на участников рынка.⁵⁰ Таким образом, в результате таких маневров мяч регулятора вновь оказывается на половине поля бирж, по крайней мере, именно так ситуация смотрится сейчас.

Отдельные АТС постепенно превращаются в публичные биржи...

В настоящее время наблюдается процесс превращения отдельных АТС в публичные биржи; этот процесс обращает ещё раз внимание на вопросы возможности торговых систем сформулировать и ввести в практику правила работы фондовых бирж и стандарты управления. BATS Trading является одной из самых крупных многофункциональных торговых платформ в США. В августе 2008 года BATS Trading получила одобрение со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам на переход в формат работы биржи. Другие ЭКС платформы США (например, Direct Edge), скорее всего, последуют её примеру. Переход АТС в формат работы фондовой биржи будет означать изменение их функций регулирования в отношении компаний, ценными бумагами которых они торгуют с ожидаемым акцентом на пробелы предыдущей рабочей модели.

... платформы ужесточают режим управления...

В принципе, фрагментация торговых операций может заставить регуляторов рассмотреть все варианты, включая внедрение непосредственного регулирования в отношении компаний, входящих в листинг (снижая тем самым саморегулирующуюся роль биржи), повышение функции регулирования со стороны АТС или даже изучение возможности передать отдельные полномочия регулятора (собственные или полномочия СРО) самим АТС. И, наконец, реагируя на критику со стороны бирж в отношении бесплатного пользования функциями регулирования со стороны АТС, могут возникнуть варианты, в рамках которых регуляторы потребуют, чтобы АТС несли свою долю тех финансовых затрат, которые в настоящий момент полностью финансируются из бюджета бирж. Несмотря на то, что такая реакция регуляторов теоретически возможна, до настоящего момента фрагментация торговых операций не была достаточно широкой,

***...формируется
общая точка
зрения, что
первоначальные
опасения АТС
улягутся после
того, как
пройдёт время и
новые участники
впишутся в
ландшафт
торговли
ценными
бумагами***

чтобы привести к реализации перечисленных вариантов со стороны управляющих рынками капитала.

Сегодня даже сами биржи не настаивают на внедрении в жизнь перечисленных вариантов. Этот вывод был подтверждён во время опроса представителей небольшого числа фондовых бирж в странах ОЭСР. В ответах отмечалось, что опасения в отношении влияния регулирования на утрату прибыли от торговли (например, вследствие бесплатности услуг) и прозрачности рынка были громче на тех сегментах рынка, где АТС появились относительно недавно. Критика со стороны американских бирж активно звучала по этому поводу шесть или семь лет назад; с тех пор опасения улеглись.⁵¹ Общий вывод, который можно сделать, звучит так: анализ влияния фрагментации торговых операций (в частности, менее прозрачных платформ – таких, как скрытые пулы) находится на ранних стадиях; несомненно следует продолжать изучение поставленного вопроса.

Примечания

- ¹ Сходные вопросы обсуждались на других форумах ОЭСР. Эволюционирующая структура и функция регулятора фондовой биржи рассматривалась Комитетом по финансовым рынкам пять лет назад (Schich and Wehinger, 2003).
- ² Термин “переход в другую организационно-правовую форму (demutualisation)” часто используется в данной статье в узком смысле, поскольку не все биржи первоначально являлись взаимными компаниями. В ряде экономик переходного периода приватизация бирж, первоначально принадлежащих государству, привела к тому, что они, в результате, обнаружили переход в другую организационно-правовую форму.
- ³ Несмотря на то, что отдельные биржи были сформированы недавно как отдельные организации (например, NYSE Euronext), в контексте данной работы они рассматриваются под другим углом, с учётом различий регулирующих режимов, которые оказывают влияние на их работу и работу зарегистрированных эмитентов.
- ⁴ Концепция выбора эмитента относится к компаниям, выбирающим режим регулирования ценных бумаг. Конкретные предложения для формирования режима, выбранного эмитентом, обсуждались Romano (1998), и Choi и Guzman (1998).
- ⁵ Агентство по регулированию деятельности финансовых институтов (FINRA) создано в 2007 году за счет объединения Национальной ассоциации брокеров ценных бумаг (NASD) и участника группы NYSE, отвечающего за вопросы регулирования, правоприменения и решения арбитражных вопросов. Агентство выступает в качестве регулятора рынка в рамках контракта, подписанного NASDAQ market, AMEX, International Securities Exchange (ISE), и Chicago Climate Exchange (CCX). Агентство по регулированию деятельности финансовых институтов регистрирует участников и проводит образовательную работу среди них; выдает сертификаты по проверке знаний фирм, торгующих ценными бумагами; формирует правила, согласно которым действуют участники; следит за выполнением указанных правил и соблюдением требований федеральных законов по обороту ценных бумаг; информирует и проводит разъяснительную работу среди частных инвесторов; ведёт отчётность по торговым операциям и другим аспектам деятельности в этой области, а также выносит решения при рассмотрении споров между инвесторами и фирмами-участницами.
- ⁶ Регулирующая организация в области инвестиций (IIROC) - это национальная саморегулирующаяся организация, контролирующая деятельность инвестиционных брокеров; она следит за торговой деятельностью на рыночных площадках долговых обязательств и акционерного капитала в Канаде. Основана в 2008 году в рамках объединения Ассоциации инвестиционных брокеров Канады и компании Market Regulation Services Inc.; в обязанности IIROC входит разработки нормативных стандартов ведения инвестиционного бизнеса, защита инвесторов и укрепление целостности рынка.
- ⁷ Заметно в стороне от описанного тренда лежит швейцарская биржа SWX Swiss Exchange; она считается регистрирующим органом для работы с ценными бумагами в Швейцарии.
- ⁸ Все правила, разработанные регламентирующим правлением, должны быть направлены на утверждение в швейцарский регулирующий орган по управлению финансовыми рынками (FINMA).
- ⁹ Особенность, которая не учитывается в таблице, связана с фактом, что отдельные коды относятся к компаниям, действующим в рамках национального законодательства по работе с ценными бумагами, в то время как другие связаны с регистрацией на биржевых площадках, что в случае с транснациональной регистрацией означает, что отдельным компаниям необходимо присвоить два кода, а другим не присваивать ни одного.
- ¹⁰ Кодекс содержит три уровня правил: принципы, положения, и инструкции. Принципы формулируются как широкие рекомендации, условия являются рекомендациями по применению принципов; последние дополняются инструкциями, рекомендующими как компании следует применять или интерпретировать положения. Требования “выполняй или объясни” применяются к положениям, в то время, как уровень инструкций освобождён от обязательств “выполняй или объясни”.
- ¹¹ Кодекс является обязательным для исполнения зарегистрированными компаниями. Тем не менее, санкции за нарушения ограничены общественным выговором или штрафами со стороны TSE.

-
- ¹² В качестве примера, можно привести определение “независимого директора”, данного в стандартах.
- ¹³ В качестве примера, можно привести определение “независимого директора”, данного в стандартах.
- ¹⁴ Директива 46 гласит, что компания, чьи ценные бумаги, торгуются на регулируемом рынке, должна включить заявление о корпоративном управлении в свой годовой отчёт. Такое заявление должно содержать ссылку на (i) кодекс корпоративного управления, который компаний ввела для себя; и-или (ii) кодекс корпоративного управления, который компания, по своему решению, решила внедрить в практику; и-или (iii) любую соответствующую информацию о практике корпоративного управления, которая применяется в дополнение к действующему национальному законодательству. Если компания отклоняется от заявленного кодекса корпоративного управления, она должна представить объяснения в отношении тех частей корпоративного управления, которые не были выполнены, и представить причины такого невыполнения.
- ¹⁵ В Нидерландах зарегистрированные компании должны ежегодно представлять информацию на основе принципа “выполнил или объясни” (CoE); тем не менее, решение о выполнении “ощутимых правил”, и постановления о предоставлении советом директоров “достаточных объяснений” в случае несоответствия правилам, принимается акционерами. Регулятор рынка ценных бумаг отвечает за прозрачность и изучает логику представленных объяснений.
- ¹⁶ В Австралии, правила регистрации регулируются на законодательном уровне Законом о Корпорациях.
- ¹⁷ Отдельные положения не применяются к управляемым компаниям, партнёрством с ограниченной ответственностью, компаниям, объявившим о банкротстве, и инвестиционным фондам закрытого и открытого типа.
- ¹⁸ С другой стороны, на рынке акций NASDAQ персонал не имеет права действовать по своему усмотрению, за исключением случаев, когда отказ в регистрации даже компании, соответствующей требованию, происходит в определённых условиях и с целью защиты интересов публичных компаний.
- ¹⁹ В соответствии с установленными правилами, ASX в любой момент может отозвать часть правила о регистрации, или часть любого правила, за исключением случая, когда правило гласит, что его отзыв невозможен.
- ²⁰ Novo Mercado является сегментом зарегистрированных компаний, желающих соответствовать более высоким стандартам управления, чем те, которые записаны в бразильском законодательстве.
- ²¹ Несмотря на то, что многочисленные режимы управления, созданные на различных уровнях, можно, в общем случае, рассматривать как дополнение к управлению, с учётом того, что компании, зарегистрированные на высоком уровне, стремятся опуститься на более низкий уровень, указанные “преимущества по управлению”, на самом деле, можно отменить. Для подтверждения сказанного, см. пример Лондонской фондовой биржи (Jenkinson and Ramadorai (2007)). Компании, зарегистрированные на сегменте Основного рынка (Main Market) переходят на уровень AIM, где регулирование является менее жёстким, для того, чтобы уйти от выполнения более жёстких требований отчётности.
- ²² TSX Venture Exchange предлагает допускать компании на ранних стадиях формирования.
- ²³ Группа TSE стремится провести регистрацию при первой возможности в течении финансового года 2010 или на следующий год.
- ²⁴ Следует отметить, что переход в другую организационно-правовую форму биржи не создаёт конфликта интересов, поскольку таких интересов не существует, так как предыдущие владельцы биржи являются крупными компаниями по торговле ценными бумагами, и они старались разрешить накопившиеся сложности.
- ²⁵ Логика данного предложения заключается в том, что двойной листинг приводит к внешнему контролю функции саморегуляции биржи. Таким образом, начинает работать дополнительный регулирующий механизм, который следит за соблюдением биржей установленных ей стандартов регулирования. Такой механизм не рассматривается в качестве варианта решения конфликтных интересов самой биржей в отношении контроля со стороны эмитента.
- ²⁶ Несмотря на то, что Лондонская фондовая биржа по-прежнему отвечает за выполнение критериев на приём новых заявителей, и гарантирует, что операции торговли осуществляются в соответствии с требованиями FSA, сама FSA обладает широкими полномочиями регулятора в отношении эмитентов и контроля за

работой Лондонской фондовой биржи как компании, зарегистрированной от своего лица. Для того чтобы войти в листинг, спонсоры компании должны обратиться как на Лондонскую фондовую биржу так и в орган, отвечающий за листинг FSA.

- ²⁷ Согласно требованиям OSC, TSX сохраняет IIROC для осуществления услуг по регулированию, утверждённых OSC, в основном, в области контроля за ситуацией на рынке. Функции листинга по-прежнему реализуются TSX. TSX предоставляет Комиссии список услуг регулирования, осуществляемых IIROC, и тех услуг, которые оказываются TSX. TSX осуществляет все функции регулирования, которые не оказываются IIROC; TSX не имеет полномочий делегировать эти функции без предварительного одобрения со стороны OSC.
- ²⁸ Любопытно отметить, что принцип 26 IOSCO гласит, что “необходимо осуществлять постоянный контроль и надзор за работой бирж и торговых систем с целью обеспечить целостность торговых операций за счет поддержания честных и справедливых правил, направленных на поиск равновесия между спросом различных участников рынка”. Более того, принцип 7 IOSCO говорит о том, что за работой CPO наблюдает регулятор, который следит за тем, чтобы CPO действовала в соответствии со стандартами справедливости и неразглашения информации при выполнении возложенных на нее обязанностей и осуществления полномочий.
- ²⁹ Doidge, Karolyi и Stultz (2007) настаивают на том, что конкурентная позиция американских фондовых бирж в области стимулирования кросс-листинга по-прежнему остаётся сильной, т.к. котировки компаний, бумаги которых торгуются на американских биржах, имеют ощутимую премию; за последние годы данная ситуация осталась практически неизменной.
- ³⁰ В 2001 году Deutsche Börse пыталась отозвать компанию Porsche из основного индекса; инициатива возникла вследствие того, что компании, входящих в листинг, должны были предоставлять отчёт ежеквартально, на что компания Porsche не согласилась. В 2003 году, Porsche подала в суд на биржу во Франкфурте (и на Deutsche Börse, как на материнскую компанию), утверждая, что акции компании Porsche должны входить в индекс несмотря на то, что ежеквартальный отчёт не предоставляется. В 2008 году, стороны объявили о внесудебном решении дела, после того, как акции компании Porsche были включены в международный индекс DAX, который незадолго до этого был создан Deutsche Börse.
- ³¹ В качестве примера можно привести следующее: в 1935 году в США действовало 25 фондовых бирж. Биржи были консолидированы после чего NYSE и NASDAQ обеспечили убедительное доминирование на рынке. Аналогичная ситуация наблюдалась в Европе. Например, во Франции торговля переместилась с площадок провинциальных бирж на парижскую биржу (Bagheri and Nakajima, 2004).
- ³² В частности, можно упомянуть биржи, в число которых входят страны из Совета кооперации стран Персидского залива (GCC). Эти биржи занимали активную позицию и участвовали в приобретении биржей Дубаи доли владения как Лондонской фондовой биржей так и NASDAQ.
- ³³ Список ограничений на по отдельным странам приведён в IOSCO (2006).
- ³⁴ В законодательстве записано, что регулятором Лондонской фондовой биржи остаётся Служба финансово-бюджетного надзора. Ещё один мотив формулировки закона в указанном виде заключается в желании сохранить Комбинированный Устав в качестве стандартов корпоративного управления.
- ³⁵ Двойной листинг и взаимное признание описаны в предыдущем разделе.
- ³⁶ См. правило Nasdaq 4350.
- ³⁷ Данное требование действует по принципу “соблюдай или объясни” в той же мере, в какой оно относится к национальным эмитентам OMX.
- ³⁸ Если рассматривать вопрос возможного конфликта законодательных процедур, директива по корпоративному управлению Швейцарии гласит, что компании, чьи акции торгуются на SWX не имеющие зарегистрированного офиса в Швейцарии, не подпадают под действие директивы в случае, если акции компании входят в листинг в стране регистрации компании на бирже, признанной SWX.
- ³⁹ В США альтернативные торговые системы рассматриваются в виде бирж, которые не обязаны проходить регистрацию при выполнении конкретных условий. АТС может быть зарегистрировано как компания брокер/дилер Агентством по регулированию деятельности финансовых институтов (FINRA) и Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC). Помимо этого, при условии, если такая компания расширяет рыночную нишу, Комиссия по ценным бумагам и биржам может потребовать от нее зарегистрироваться как биржа.
- ⁴⁰ В качестве примера: Chi-X имеет около 20 сотрудников, в то время, как персонал Лондонской фондовой биржи насчитывает 1200.
- ⁴¹ Стремление фондовых бирж снизить издержки касается многих сторон деятельности бирж, включая снижение оплаты за листинг и оплаты торговых операций, а также других видов выплат, которые продавец обязан осуществлять. К примеру, начиная с января 2009 года, Варшавская фондовая биржа снизила ежемесячные платежи, обязательные к уплате продавцами, работающими с покупателями розничного сектора за доступ к данным в реальном времени почти на 40%.

-
- ⁴² В результате, размер средней торговой сделки на фондовом рынке США, сегодня оценивается пакетом менее 300 акций.
- ⁴³ Лондонская фондовая биржа была последней, которая ввела в действие автоматическую торговую систему в первом полугодии 2008 г.
- ⁴⁴ Естественно, скрытые пулы должны соответствовать определённым (хотя и менее жёстким) требованиям регулирования. К примеру, в США, АТС, включая скрытые пулы, регулируются как компании брокер/дилер, как Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), так и Агентством по регулированию деятельности финансовых институтов (FINRA).
- ⁴⁵ Pink Sheets – это международная дилерская система, которая предоставляет величину котировок ценных бумаг, не входящих в листинг на регулируемых биржах, которые, тем не менее, торгуются публично, но только через брокеров/дилеров и рыночные маркеры. Организация Pink OTC Markets Inc. не зарегистрирована Комиссией по ценным бумагам и биржам, и она не подпадает под регулирование компании брокер/дилер со стороны Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов. Дополнительную информацию по виду деятельности и способам регулирования компанией Pink Sheets market, можно найти на сайте <http://www.sec.gov/answers/pink.htm>.
- ⁴⁶ В недавней беседе, Эрик Сирри, директор отдела торговли и рынков Комиссии по ценным бумагам и биржам, высказал мнение, что нечестный доступ к скрытым пулам “может вызывать серьёзную озабоченность о состоянии дел на двухуровневых рынках, которые страдают из-за невыгодных условий, в которые поставлены отдельные классы участников рынка.”
- ⁴⁷ Такой риск сводится к минимуму, если рассматриваемая АТС создана материнской биржей; такой довод, естественно, чаще всего используют сами биржи.
- ⁴⁸ В качестве примера, можно рассмотреть случай 2005 года, когда NASD подал в суд на Instinet – одну из самых крупных американских ЭКС – за нарушение правила, относящегося к публикации непроверенных отчётов по качеству исполнения заявок, за отход от котировок, опубликованных фирмами, за отсутствие публикаций заявок и за искажение отчёта по "последней сделке" или отчета о торговых операциях, по нарушениям в области контроля и другим нарушениям (<http://www.finra.org/PressRoom/NewsReleases/2005NewsReleases/P015199>).
- ⁴⁹ Торговые операции, осуществляемые на европейских МТП, должны представляться в виде отчётов в регулирующие органы (по базе T+1).
- ⁵⁰ Данное заявление можно опротестовать, в случае, если АТС принадлежит и эксплуатируется брокером/дилером или консорциумом брокеров/дилеров; в этом случае у неё нет стимула отказывать указанным сторонам в участии в торгах.
- ⁵¹ Снижение озабоченности можно связать с прозрачностью внебиржевых площадок США, которая - в свою очередь - может объясняться фактом, что американские ЭКС работают как площадки с публикацией котировок; и миграция торговли с площадок, где проводится котировка, на площадки, где котировка не проводится, в настоящий момент, не зарегистрирована. Вместо этого, происходит миграция объёма торговли с одного типа площадок с котировкой (бирж) на другие площадки, где также проводится котировка (ЭКС), или из одного типа скрытого пула в другой (Sirri, 2008).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Aggarwal, Reena (2002), "Demutualisation and Corporate Governance of Stock Exchanges", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, 105-113.
- Aggarwal, Reena, Allen Ferrell, Jonathan Katz (2007), "U.S. Securities Regulation in a World of Global Exchanges", Discussion paper of the John M. Olin Center's Program on Corporate Governance.
- Bagheri, Mahmood and Chizu Nakajima (2004), "Competition and Integration Among Stock Exchanges: the Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies", *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol.24, No.1
- Balls, Ed (2007), Speech by the Economic Secretary to the Treasury. FSA Regulation Conference. Delivered on April 23, 2007.
- Barclay; Michael J. and Terence Hendershott (2003), "Price Discovery and Trading After Hours", *The Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 4.
- Black, Bernard S. (2001), "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets", *UCLA Law Review*, Volume 48.
- Bloomfield, R. and M. O'Hara (2000), "Can Transparent Markets Survive?", *The Journal of Financial Economics*, Volume 55.
- Brown, Jay Robert. Interview, September 25, 2008.
- Cain, Karessa (2003), "New Efforts to Strengthen Corporate Governance: Why Use SRO Listing Standards?" *Columbia Business Review*, 619.
- Cavo, Andrew J. (2008), "Weissman v. National Association of Securities Dealers: A Dangerously Narrow Interpretation of Absolute Immunity for Self-Regulatory Organizations." Discussion Paper.
- CFA Institute (2007), "Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?"
- Choi, Stephen and Andrew T. Guzman (1998), "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation", *Southern California Law Review*, Volume 71.
- Clayton, M. Jorgansen B. and K. Kavajecz (2000), "On the Formation and Structure of International Exchanges", *New York University, Center for Law and Business*, Research Paper No 00-08.
- Coffee, John C. (1999), "The Future as History: The Prospects of Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications", *Columbia Law School Center for Law and Economic Studies*. Working Paper 144.

-
- Daigre, Jean-Jacques (2008), authors' interview on September 2, 2008 (unpublished transcript).
- DeMarzo, Peter, Michael J. Fishman and Kathleen M. Hagerty (2001), "Contracting and Enforcement with a Self-Regulatory Organisation." Working Paper.
- Deutsche Bank Research (2005), "Alternative Trading Systems: A Catalyst of Change in Securities Trading."
- Di Noia, Carmine (2001), "Competition and Integration Among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access", *European Financial Management*, Volume 7, No.1.
- Doidge, Craig, Andrew Karolyi and Rene Stultz (2007), "Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices Over Time", NBER Working Paper No. 13079.
- DLA Piper (2008), *International Capital Markets Survey*.
- Economist (2008), *Re-enter the dragon*. Issue released August 14th.
- Financial Services Authority (2008), "A Review of the Structure of the Listing Regime", Discussion Paper.
- Financial Times (2008), "Incumbent Exchanges in Trouble", 28 May 2008.
- Fleckner, Andreas M (2006), "Stock Exchanges at the Crossroads", *Fordham Law Review*, Volume 74.
- Huang, Roger D. (2002), "The Quality of ECN and NASDAQ Market Maker Quotes", *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 3.
- Johnson, Jerome (2006). *Locating the Invisible: Aggregating Dark Book Liquidity*, Tabb Group.
- Jenkinson, Tim and Tarun Ramadorai (2007), "Do Investors Value High Levels of Regulation?", Discussion Paper.
- Kokkoris, Iannis and Rodrigo Olivares-Caminal (2008), "Lessons From the Recent Stock Exchange Merger Activity", *Journal of Competition Law and Economics*.
- IOSCO (2006), "Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution". Consultation Report.
- Harvey, Bo (2007), "Exchange Consolidation and Models of International Securities Regulation." Working Paper.
- Langevoort, Donald C. (2005), "Structuring Securities Regulation in the European Union/ Lessons from US Experience", Georgetown University Law Center, Working Paper No. 624582.
- Licht, Amir N. (2004), "Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?", *Corporate Ownership and Control*, Volume 1, Issue 4.
- Leuz, Christian, Alexander Triantis and Tracy Wong (2004), "Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations." Working Paper.
- McAndrews, James and Chris Stefanadis (2000), "The Emergence of Electronic Communications Networks in the U.S. Equity Markets", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 6, Number 12.

- McKinsey and Co. and NY City Economic Development Corporation (2007), "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership".
- NASDAQ OMX, authors' interview, September 5, 2008 (unpublished transcript).
- OECD (2004a), *OECD Principles of Corporate Governance*.
- OECD (2004b), *Survey of Corporate Governance in OECD Countries*.
- Pirrong, Craig (1995), "The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation", *The Journal of Law and Economics*, Volume 38.
- Prentice, Robert A. (2006), "Regulatory Competition in Securities Law: A Dream (that should be) Deferred." McCombs Research Paper Series No. IROM-01-06.
- Pritchard, Adam C. (2003), "Self Regulation and Securities Markets", University of Michigan, John M. Olin Center for Law and Economics. Working Paper No. 02-008.
- Ramos, Sofia (2003), "Competition Between Stock Exchanges: A Survey." Working Paper.
- Ramos, Sofia (2007), "Why Do Stock Exchanges Demutualise and Go Public?" ISCTE-Business School/CEMAF Working Paper.
- Rock, Edward (2002), "Securities Regulation As a Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure," *Cardozo Law Review*, Vol. 23, Issue 675.
- Romano, Roberta (1998), "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation", *Yale Law Review*, Vol. 107, No. 5.
- Schich, Sebastian, and Gert Wehinger (2003), "Prospects for Stock Exchanges", *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2003/2, no. 85 (October).
- Securities and Exchange Commission (SEC) (2004), *Concept Release Concerning Self Regulation* (<http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>).
- Sirri, Erik R. (2008), Keynote Speech at the SIFMA 2008 Dark Pools Symposium, February 1, 2008.
- Steil, Benn (2002), "Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences", *Brooking Wharton Papers on Financial Services*.
- Tung, Frederick (2002). "From Monopolists to Markets?: A Political Economy of Issuer Choice in International Securities Regulation", *Wisconsin Law Review*.
- Tokyo Stock Exchange, authors' interviews, August 21, 2008; September 24, 2008 (unpublished transcripts).
- World Federation of Stock Exchanges (2004). *Regulation of Markets Survey*.