



Банк России



АПРЕЛЬ 2020 ГОДА

# О ПОДХОДАХ К ОЦЕНКЕ АКТИВНОСТИ РЫНКОВ АКЦИЙ, ОБРАЩАЮЩИХСЯ НА РОССИЙСКИХ ОРГАНИЗОВАННЫХ ТОРГАХ

Доклад для общественных консультаций

Москва  
2020

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Введение</b> .....	<b>2</b>
<b>Глава 1. Описание проблемы и актуальность ее решения</b> .....	<b>4</b>
<b>Глава 2. Суть предлагаемых Банком России подходов</b> .....	<b>9</b>
1. Критерии активного рынка.....	9
2. Схема принятия решения относительно активности рынков акций .....	16
2.1. Площадка для создания Совета .....	19
2.2. Принципы формирования Совета .....	22
2.3. Правила формирования и актуализации Списка.....	25
2.4. Правила раскрытия Списка и иной информации о деятельности Совета .....	27
2.5. Роль Банка России при реализации различных вариантов подхода 1.....	28
2.6. Сравнительный анализ предлагаемых подходов .....	29
<b>Заключение</b> .....	<b>32</b>
<b>Приложения</b> .....	<b>33</b>
Приложение 1.....	33
Приложение 2 .....	34
Приложение 3 .....	35
Приложение 4.....	36
Приложение 5 .....	37
Приложение 6.....	38

Материал подготовлен Департаментом противодействия недобросовестным практикам. Комментарии, ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 12 июня 2020 года на электронные адреса [dustovaea@cbr.ru](mailto:dustovaea@cbr.ru), [melnikovayun@cbr.ru](mailto:melnikovayun@cbr.ru).

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: А. Соколов, Банк России  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

## ВВЕДЕНИЕ

Идея справедливой цены берет свое начало из античности. Аристотель в своих работах уделял особое внимание поиску критериев, указывающих на справедливый обмен между сторонами. По мнению Аристотеля, справедливым являлся тот обмен, который позволял сторонам поддерживать отношения в дальнейшем. В средние века труды Аристотеля в совокупности с римским правом послужили основой для появления экономико-этического понятия справедливой цены (лат. *justumpretium*), которое опиралось, с одной стороны, на издержки продавца, а с другой – на предпочтения потребителя. Справедливая цена начала выступать в качестве моральной нормы, или эталона, с помощью которого покупатели оценивали поведение продавцов. Сегодня, говоря о справедливой цене, в качестве ее синонимов мы часто используем такие термины, как «фундаментальная», «истинная», «внутренняя», что свидетельствует об интуитивном восприятии данного понятия как о мериле честности.

На современном финансовом рынке активно используется понятие справедливой стоимости, приведенное в международном стандарте финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» (далее – МСФО 13). Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) – это совокупность верхнеуровневых принципов, по умолчанию предусматривающих добросовестность организаций, составляющих соответствующую отчетность. Конкретизация положений МСФО осуществляется организациями самостоятельно в своих внутренних документах.

Финансовые организации составляют бухгалтерскую (финансовую) отчетность в соответствии с национальным регулированием, которое в свою очередь опирается на положения МСФО, включая МСФО 13.

В рамках осуществления функций по регулированию, контролю и надзору в кредитно-финансовой сфере Банк России сталкивается с проблемой недобросовестной оценки финансовыми организациями справедливой стоимости активов. С одной стороны, такая проблема проявляется в формальном (по халатности или по намерению) подходе финансовых организаций к установлению критериев активного рынка в целях признания соответствующих ценовых котировок (нескорректированных) наилучшими оценками справедливой стоимости активов. С другой стороны, в целях определения справедливой стоимости активов, исходные данные по которым относятся к Уровню 2 или Уровню 3 в иерархии справедливой стоимости, финансовые организации нередко используют заведомо некорректные расчетные методы оценки или некорректные оценки из отчетов независимых оценщиков.

В соответствии с Планом мероприятий («дорожной картой») по реализации Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов (далее – ДК ОНРФР 2019–2021) Банк России в целях роста доверия на финансовом рынке, повышения эффективности работы рыночных механизмов на нем и удовлетворенности потребителя финансовых услуг осуществляет мероприятия по обеспечению справедливого ценообразования на организованном рынке, в том числе предполагающие предоставление рекомендаций по формированию и применению критериев активного рынка.

Так, проблема недобросовестного формирования и применения финансовыми организациями критериев активного рынка была комплексно обсуждена Банком России с участниками финансового рынка в рамках Международного финансового конгресса 2019 года. В ходе круглого стола «Справедливое ценообразование на рынке ценных бумаг» обсуждалась сама проблема и актуальность ее решения, понятие справедливой стоимости и отдельные критерии активного рынка, которые могут учитываться в целях признания соответствующих биржевых котировок наилучшими оценками справедливой стоимости активов.

В рамках деятельности созданной в 2018 году Рабочей группы по вопросам формирования и применения критериев активности и ликвидности рынков (далее – Рабочая группа), членами которой стали представители как Банка России, так и участников финансового рынка, обладающие соответствующей компетенцией, были сформированы предложения по критериям активного рынка акций, обращающихся на российских организованных торгах<sup>1</sup>.

В развитие указанных предложений Банком России сформулированы подходы к оценке активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах, которые предлагается обсудить в настоящем докладе.

Банк России считает необходимым проведение публичных консультаций и сбор мнений заинтересованных респондентов по поставленным в настоящем докладе вопросам. По итогам консультаций будут опубликованы основные выводы и рекомендации, которые предполагаются к использованию Банком России в целях выработки оптимального решения по проблеме недобросовестного установления и применения финансовыми организациями критериев активного рынка для акций, обращающихся на российских организованных торгах.

---

<sup>1</sup> *Организованные торги – торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи товаров, ценных бумаг, иностранной валюты, договоров репо и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами (пункт 7 части 1 статьи 2 Федерального закона от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» (далее – Федеральный закон № 325-ФЗ).*

## ГЛАВА 1. ОПИСАНИЕ ПРОБЛЕМЫ И АКТУАЛЬНОСТЬ ЕЕ РЕШЕНИЯ

На современном финансовом рынке особенно активно используется приведенное в МСФО 13 понятие справедливой стоимости, определяемое как цена, которая была бы получена при продаже актива или уплачена при передаче обязательства в ходе обычной сделки между участниками рынка на дату оценки. Участники рынка<sup>1</sup> характеризуются независимостью друг от друга<sup>2</sup>, хорошей осведомленностью<sup>3</sup>, наличием возможности и желания<sup>4</sup> заключить сделку в отношении актива или обязательства. Таким образом, справедливая стоимость – оценка, основанная на рыночных данных, а не специфичная для конкретной организации.

В рамках иерархии справедливой стоимости в соответствии с МСФО 13 наибольший приоритет отдается ценовым котировкам (некорректируемым) активных рынков для идентичных активов или обязательств (исходные данные Уровня 1), а наименьший приоритет – ненаблюдаемым исходным данным (исходные данные Уровня 3)<sup>5</sup>.

При этом под активным понимается рынок, на котором сделки в отношении определенного актива или обязательства осуществляются с достаточной частотой и в достаточном объеме, чтобы обеспечивать информацию о ценах на постоянной основе. Количественные критерии активного рынка в МСФО 13 не приводятся.

Необходимо учитывать, что МСФО, указывая в качестве цели финансовой отчетности предоставление об организации финансовой информации, которая является полезной для инвесторов, заимодавцев и прочих кредиторов при принятии ими решений о предоставлении данной организации ресурсов, исходит из презумпции добросовестности организации.

Российское регулирование кредитно-финансовой сферы, опираясь на МСФО, а также с учетом положений законодательства в области бухгалтерского учета<sup>6</sup> о самостоятельном формировании экономическим субъектом своей учетной политики предусматривает, что критерии активного рынка определяются финансовыми организациями самостоятельно.

<sup>1</sup> Покупатели и продавцы на основном (или наиболее выгодном) рынке в отношении актива или обязательства.

<sup>2</sup> Не являются связанными сторонами в том значении, которое определено в МСФО (IAS) 24 «Раскрытие информации о связанных сторонах». При этом цена сделки между связанными сторонами может использоваться в качестве одного из исходных параметров при оценке справедливой стоимости, если у организации имеются свидетельства того, что эта сделка была осуществлена на рыночных условиях.

<sup>3</sup> Имеют достаточное представление о соответствующем активе или обязательстве и о сделке, сформированное с учетом всей имеющейся информации, в том числе той, которую возможно получить в результате проведения стандартных и общепринятых процедур предынвестиционной проверки.

<sup>4</sup> Имеют желание заключить сделку в отношении данного актива или обязательства, то есть имеют побудительный мотив для осуществления такой сделки, не будучи принуждаемыми или иным образом вынужденными сделать это.

<sup>5</sup> Исходные данные Уровня 2 – исходные данные, кроме ценовых котировок, отнесенных к Уровню 1, которые являются наблюдаемыми (прямо или косвенно) в отношении определенного актива или обязательства.

<sup>6</sup> Часть 2 статьи 8 Федерального закона от 06.12.2011 № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете».

## Справочно

Банком России ранее предпринимались попытки предоставления методических рекомендаций по подходам к определению текущей (справедливой) стоимости финансовых инструментов, в том числе в части определения активного рынка. Например, в рамках письма Банка России от 29.12.2009 № 186-Т «О Методических рекомендациях «Об оценке финансовых инструментов по текущей (справедливой) стоимости» такие рекомендации адресованы кредитным организациям в целях обеспечения подготовки ими финансовой отчетности в соответствии с МСФО.

Кроме того, кредитные организации в рамках оценки величины рыночного риска в соответствии с Положением Банка России от 03.12.2015 № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» (далее – Положение № 511-П) проводят оценку активности и ликвидности рынка для соответствующего актива (производного финансового инструмента). При этом установленный перечень критериев не разделен на критерии активности рынков и критерии ликвидности рынков. Кредитным организациям предоставлено право самостоятельно разрабатывать подходы к проведению данной оценки, количественные и качественные критерии, которые отражаются в их внутренних документах.

Количественные значения критериев активного рынка Банком России в рамках указанных и иных документов ранее не предлагались.

Банк России с 2012 года начал фиксировать случаи нестандартной торговой активности, в ходе которой на организованных торгах, как правило, на конец календарного месяца, то есть на отчетные даты, совершались сделки, не имевшие экономической целесообразности<sup>7</sup>. Указанные сделки совершались в анонимном режиме торгов на основании безадресных заявок<sup>8</sup>, схожих по параметрам (объему и цене) и выставленных в близкие моменты времени. Анализ лиц, выставлявших такие заявки, как правило, свидетельствовал о наличии между ними связей (по формальным основаниям<sup>9</sup> или имеющих место ввиду осуществляемой ими деятельности).

Несмотря на то что по характеру указанные операции имели признаки совершения по предварительному соглашению, соответствующие действия не могли квалифицироваться как манипулирование рынком, в том числе по пункту 2 части 1 статьи 5 Федерального закона от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Федеральный закон № 224-ФЗ), и в отношении осуществлявших их лиц не могли быть применены релевантные меры воздействия<sup>10</sup>, поскольку в результате совершения таких операций существенных отклонений в параметрах торгов (цена, спрос, предложение или объем) не наблюдалось<sup>11</sup>. Отсутствие существенных отклонений по таким операциям было обусловлено тем, что они совершались на рынках финансовых инструментов, по которым биржевые цены с даты их размещения на организованных торгах поддерживались на некотором заданном уровне.

Особую популярность в таких схемах приобрели корпоративные облигации эмитентов, не характеризующихся финансовой устойчивостью и платежеспособностью, а также реаль-

<sup>7</sup> Не были направлены на извлечение дохода непосредственно от совершения операций на организованных торгах.

<sup>8</sup> Заявки, адресованные (раскрываемые) неограниченному кругу участников торгов (всем участникам торгов), в том числе в случае, когда в соответствии с правилами организованных торгов на основании таких заявок договоры заключаются с участием центрального контрагента.

<sup>9</sup> В соответствии с критериями аффилированности, предусмотренными Законом РСФСР от 22.03.1991 № 948-1 «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках».

<sup>10</sup> Меры воздействия предусмотрены Федеральным законом № 224-ФЗ. За нарушение требований и запретов указанного закона предусмотрена гражданская, административная или уголовная ответственность.

<sup>11</sup> Согласно статье 5 Федерального закона № 224-ФЗ необходимым условием квалификации нестандартных действий, обладающих характеристиками, указанными в рассматриваемой статье, в качестве манипулирования рынком, является наличие существенных отклонений параметров торгов.

ностью финансово-хозяйственной деятельности<sup>12</sup>, и инструменты коллективных инвестиций – в частности, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия ипотечных покрытий, в состав которых входило недвижимое имущество (требования, обеспеченные недвижимым имуществом)<sup>13</sup>.

Анализ целесообразности такого поведения на организованных торгах показал, что его бенефициарами являлись финансовые организации, которые использовали созданные биржевые котировки активов и (или) обязательств, рынки которых формально соответствовали установленным во внутренних документах критериям активного рынка, в качестве оценок их справедливой стоимости без необходимых корректировок для введения в заблуждение широкого круга лиц относительно своей финансовой устойчивости и платежеспособности, в том числе в целях привлечения финансирования и сохранения выданного Банком России разрешения на осуществление деятельности на финансовом рынке путем:

- маскировки имевшихся у них проблем в части финансовой устойчивости и платежеспособности;
- искусственного наращивания собственных средств (стоимости чистых активов);
- формального улучшения нормативов до установленных значений;
- сокрытия потерь в результате плохого управления активами или вывода активов из финансовой организации.

Таким образом, предоставленная организациям самостоятельность в определении критериев активного рынка, биржевые котировки с которого могут признаваться наилучшими оценками справедливой стоимости активов и (или) обязательств, с одной стороны, привела к тому, что его недобросовестные участники использовали такую возможность для совершения злоупотреблений как на организованных торгах, так и в своей отчетности, а с другой – продемонстрировала фактическую неготовность отдельных институтов российского финансового рынка к регулированию по принципам – ответственному отношению к осуществлению деятельности на финансовом рынке.

Проблемы такого рода несут огромные издержки не только для регулятора финансового рынка, но и нестабильность отдельных финансовых институтов, а также сокрытие соответствующей информации вызывает дополнительные риски финансовой стабильности, связанные с эффектом «домино» – то есть с распространением проблем с ликвидностью на всю систему. Это подрывает доверие к финансовому рынку со стороны его участников, что в свою очередь существенно сдерживает его развитие.

Для анализа используемых финансовыми организациями критериев активного рынка Банк России в 2018 году провел обследование участников финансового рынка по теме «Критерии активности и ликвидности рынков финансовых инструментов» (далее – Обследование), в котором приняли участие 56 крупнейших финансовых организаций, большинство из них являлись кредитными организациями. Результаты Обследования подтвердили гипотезу о применении финансовыми организациями в достаточной степени формального подхода в определении критериев активного рынка.

Так, по данным Обследования, в большинстве случаев финансовые организации признавали активным рынок, на котором в течение 5 торговых дней календарного месяца наблюдалось не менее 10 сделок суммарным объемом не менее 0,1% от объема выпуска (не менее 1,5 млн рублей), то есть использовался подход, методологически схожий с тем, как ПАО Московская Биржа рассчитывает рыночную цену (2)<sup>14</sup> (см. схему на рис. 1). При этом такой кри-

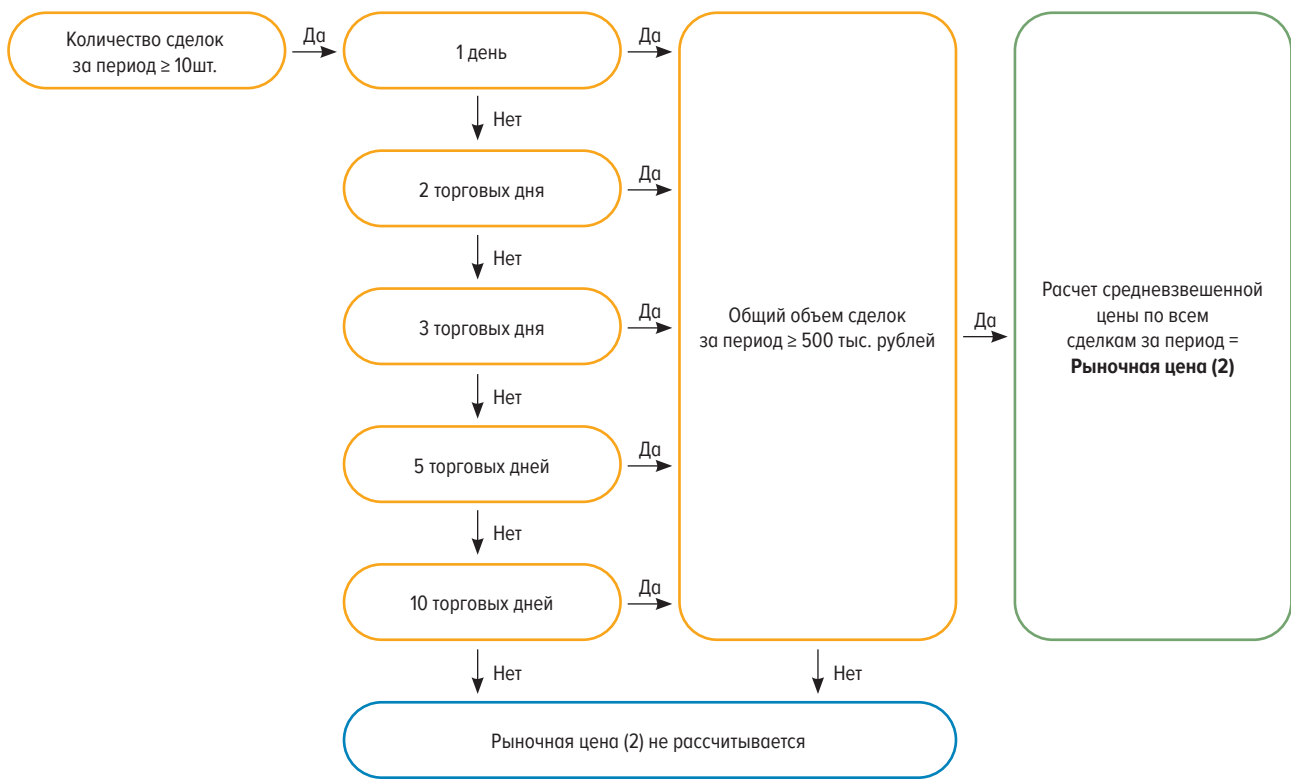
<sup>12</sup> Например, по таким ценным бумагам в каждый торговый день, в который с ними совершались операции, сделки заключались по цене, равной 100% от номинала. Цена не определялась рыночными факторами и не менялась в зависимости от рыночной конъюнктуры.

<sup>13</sup> Расчетная стоимость единицы такого финансового инструмента формировалась за пределами открытого рынка, как правило, в отчетах независимых оценщиков.

<sup>14</sup> <https://www.moex.com/s1194>.

## СХЕМА РАСЧЕТА ПАО МОСКОВСКАЯ БИРЖА РЫНОЧНОЙ ЦЕНЫ (2)

Рис. 1



терий применялся для признания активными как рынков долевых ценных бумаг, так и рынков долговых ценных бумаг – без учета специфики активов.

Вместе с тем с учетом имеющейся практики представляется, что приведенный критерий не является защищенным от недобросовестных практик, направленных на искусственное создание и поддержание торговой активности, достаточной для расчета организаторами торговли рыночных цен обращающихся на них активов, поскольку в том числе допускает дискретный характер торговой активности и, соответственно, не учитывает принцип регулярности информации о ценах, заложенный в определении активного рынка в соответствии с МСФО 13.

Для купирования рисков появления недобросовестных практик на финансовом рынке, проявляющихся в создании искусственной торговой активности в целях искажения данных отчетности, Банк России осуществляет комплексные мероприятия по совершенствованию регулирования, контроля и надзора в кредитно-финансовой сфере. Так, уже запущена реформа листинга<sup>15</sup>, совершенствуются институт маркет-мейкинга<sup>16</sup>, требования в области противодействия злоупотреблениям на организованных торгах<sup>17</sup>, а также процессы организации и осу-

<sup>15</sup> [www.cbr.ru/Content/Document/File/50672/Consultation\\_Paper\\_180621.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/50672/Consultation_Paper_180621.pdf). Кроме того, издано Положение Банка России от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» (далее – Положение № 534-П), в том числе предусматривающее создание при организаторах торговли ценными бумагами совещательного органа, обладающего компетенцией для предоставления организатору торговли рекомендаций по вопросам листинга (пункт 9.10).

<sup>16</sup> [http://www.cbr.ru/content/document/file/50700/comments\\_180219.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/50700/comments_180219.pdf). Также предусмотрено в рамках пункта 7.11 ДК ОНРФР 2019–2021.

<sup>17</sup> Поправки в Федеральный закон № 224-ФЗ вступили в силу с 01.05.2019.



ществления внутреннего контроля и внутреннего аудита<sup>18</sup>, выстраивания системы управления рисками в финансовых организациях, развивается институт деловой репутации<sup>19</sup>, создаются условия для становления культуры добросовестного поведения на финансовом рынке<sup>20</sup>, осуществляются мероприятия в целях надления Банка России правом на мотивированное суждение, в том числе в рамках оценки качества активов и обязательств финансовых организаций<sup>21</sup>, развивается институт консолидированного надзора. Однако вопрос критериев активного рынка и роли Банка России в их формировании остается по-прежнему открытым.

#### Вопросы для обсуждения:

1. Считаете ли вы актуальной проблему недобросовестной оценки финансовыми организациями справедливой стоимости активов? Пожалуйста, поясните свой ответ.
2. Насколько, по вашему мнению, такая проблема вызвана неопределенностью понятия активного рынка?

<sup>18</sup> [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/27671/Inf\\_note\\_oct\\_3117.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/27671/Inf_note_oct_3117.pdf). Издано Указание Банка России от 01.08.2019 № 5222-У «О требованиях к правилам внутреннего контроля по предотвращению, выявлению и пресечению неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком юридических лиц, указанных в пунктах 1, 3–8, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>19</sup> Принят Федеральный закон от 29.07.2017 № 281-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования обязательных требований к учредителям (участникам), органам управления и должностным лицам финансовых организаций» (далее – Федеральный закон № 281-ФЗ).

<sup>20</sup> Информационное письмо Банка России от 17.12.2019 № ИН-06–39/93 «О разработке и внедрении кодексов этики финансового аналитика». [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20191217\\_in\\_06\\_39-93.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20191217_in_06_39-93.pdf).

<sup>21</sup> [www.cbr.ru/Content/Document/File/50704/Consultation\\_Paper\\_170705.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/50704/Consultation_Paper_170705.pdf). Также предусмотрено пунктом 6.1 ДК ОНРФР 2019–2021.

## ГЛАВА 2. СУТЬ ПРЕДЛАГАЕМЫХ БАНКОМ РОССИИ ПОДХОДОВ

### 1. Критерии активного рынка

В ходе деятельности Рабочей группы вопрос целесообразности формирования количественных критериев активного рынка являлся наиболее дискуссионным. Вместе с тем с учетом наличия в действующем регулировании кредитно-финансовой сферы отдельных норм и рекомендаций, разъясняющих понятие активного рынка, Рабочей группой было принято решение о проработке предложений по количественным критериям активного рынка.

Набор критериев активности организованных рынков финансовых инструментов ([Приложение 1](#)) был сформирован Рабочей группой по результатам анализа международного опыта на основании экспертного мнения ее членов с учетом данных, полученных в рамках Обследования.

Поскольку в рамках анализа международного опыта не удалось выделить ни применяемые в целях МСФО 13 критерии активного рынка, ни какие-либо рекомендации по их формированию<sup>1</sup>, Рабочая группа также проанализировала международный опыт в отношении критериев ликвидности активов.

#### Справочно

Представление о целесообразности разделения характеристик рынка на «активность» и «ликвидность» содержится в «Руководстве для надзорных органов в отношении основанных на рыночных данных показателей ликвидности», принятом Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН)<sup>1</sup> ([Приложение 3](#)).

Вопрос относительно возможного сходства в понятиях «активный рынок» и «ликвидный рынок» рассматривался также в рамках Обследования, в ходе которого большая часть респондентов (около 79%) пришли к выводу, что указанные понятия различны. В частности, в качестве трактовки первого понятия респонденты приводили определение, представленное в МСФО 13; в отношении второго понятия они указывали, что под ликвидным следует понимать рынок, на котором возможна покупка (продажа) финансового инструмента без существенных издержек, а также без существенного влияния на цену.

Мнения о том, что понятия «активный рынок» и «ликвидный рынок» различны, придерживаются и большинство членов Рабочей группы. Так, отдельные эксперты указывали на то, что активность рынка – бинарный показатель, принимающий значения «рынок активный» или «рынок неактивный», тогда как ликвидность рынка – показатель, который зависит в том числе от уровня концентрации актива или обязательства в портфеле организации и срока, в течение которого позицию по активу или обязательству необходимо закрыть, в связи с чем такой показатель, по мнению экспертов, может иметь до 10 градаций<sup>2</sup>. В качестве примера члены Рабочей группы приводили казначейские векселя США, которые могут быть проданы в значительном объеме достаточно быстро без влияния на их цены, однако сделки по ним необязательно совершаются регулярно – ликвидный рынок казначейских векселей США может не являться активным.

<sup>1</sup> *Guidance for Supervisors on Market-Based Indicators of Liquidity (2014)*. <https://www.bis.org/publ/bcbs273.pdf>.

<sup>2</sup> Например, в рамках квалификации действий в качестве манипулирования рынком в соответствии с частью 2 статьи 5 Федерального закона № 224-ФЗ используется три категории ликвидности ценных бумаг: неликвидные, низколиквидные и ликвидные.

Помимо критериев ликвидности активов, Рабочая группа также рассмотрела отдельные требования к факторам риска, учитываемым в моделях оценки рыночного риска, изложенных в стандарте «Минимальные требования к достаточности капитала на покрытие рыночного риска», принятом БКБН<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Кроме того, в целях анализа релевантного международного опыта Банком России в середине 2018 года был размещен вопросник на IOSCO Knowledge Sharing Platform – площадке для обмена опытом представителей государств – членов IOSCO (русская версия вопросника приведена в [Приложении 2](#)), ответы на вопросник не поступили.

<sup>2</sup> *Minimal capital requirements for market risk (2019)*. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d457.pdf>.

### Справочно

Одним из таких требований является тест на моделируемость фактора риска<sup>1</sup>, который, по сути, является оценкой ликвидности рынка, представляемого данным фактором риска.

Основные требования теста:

1. Фактор риска признается моделируемым в целях применения подхода к расчету рыночного риска на основе внутренних моделей банков при выполнении любого из двух приведенных ниже критериев:
  - для фактора риска должно быть как минимум 24 реальных наблюдения цены за последний год, при этом за последние 12 месяцев не должно быть ни одного периода продолжительностью 90 дней с менее чем 4 реальными наблюдениями цены. Данный критерий проверяется банком ежемесячно;
  - за предыдущие 12 месяцев имеется как минимум 100 реальных наблюдений цены.
2. Реальным наблюдением цены признается:
  - цена, по которой сам банк, рассчитывающий рыночный риск, заключил сделку;
  - цена, по которой заключили сделку не связанные друг с другом участники рынка;
  - цена, которая является обязывающим предложением совершить сделку (на бирже, торговой платформе или с третьей стороной).

<sup>1</sup> Risk factor eligibility test.

Кроме того, Рабочая группа проанализировала правила формирования некоторых индексов финансового рынка, в рамках которых используются показатели ликвидности, – например, индекс МосБиржи (IMOEX), индекс MSCI Russia, Thompson Reuters Global Equity Indices.

### Справочно

1. Индекс МосБиржи (IMOEX) – ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (free-float) композитный индекс российского фондового рынка, включающий наиболее ликвидные акции крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды деятельности которых относятся к основным секторам экономики (Приложение 4).

Для его формирования используются следующие показатели:

Показатель	Значение на включение в базу расчета IMOEX	Значение на исключение из базы расчета IMOEX
Коэффициент free-float	не менее 10%	менее 5%
Доля торговых дней, в течение каждого из которых с акциями была совершена хотя бы одна сделка, от общего числа торговых дней за шесть месяцев, предшествующих дню формирования базы расчета	не менее 99%	менее 90%
Коэффициент ликвидности (LC <sub>i</sub> )	не менее 15%	менее 10%
Задержка в раскрытии эмитентом последней отчетности в международном формате	Не более 8 месяцев, предшествующих дню формирования новой базы расчета	Более 8 месяцев, предшествующих дню формирования новой базы расчета
Удельный вес (W <sub>i</sub> )	Более 0,25%	Менее 0,2%

$$LC_i = \frac{\text{Медиана } (V_i)}{\text{Среднее } (P_i \times Q_i) \times FF_i} \times \text{Торговые дни} \times 100\%,$$

где:

LC<sub>i</sub> – показатель ликвидности i-й акции;

Медиана (V<sub>i</sub>) – медианный объем торгов i-й акцией;

Торговые дни – по умолчанию составляют 247 дней<sup>1</sup>;

Среднее (P<sub>i</sub> × Q<sub>i</sub>) – средняя капитализация i-й акции;

FF<sub>i</sub> – коэффициент free-float i-й акции.

$$W_i = \frac{MC_i}{\sum_{i=1}^N MC_i} \times 100\%,$$

где:

W<sub>i</sub> – удельный вес i-й акции<sup>2</sup>;

<sup>1</sup> По решению ПАО Московская Биржа может быть установлено другое значение.

<sup>2</sup> Доля стоимости акции в суммарной стоимости всех акций в базе расчета.

$MC_i$  – капитализация  $i$ -й акции<sup>3</sup>;

$N$  – общее количество акций.

- Индекс MSCI Russia основан на методологии MSCI Global Investable Market, которая делает акцент на ликвидности и инвестируемости акций.

Индекс MSCI Russia – это взвешенный по рыночной капитализации композитный индекс, который входит в группу индексов развивающихся рынков MSCI Emerging Markets. В базу расчета входят данные по 23 российским эмитентам (Приложение 5).

Для его формирования используются следующие показатели:

- размер капитализации эмитента;
- размер капитализации эмитента с учетом free-float;
- коэффициент ликвидности;
- коэффициент иностранного участия<sup>4</sup>;
- продолжительность торгового дня;
- квота иностранного участия.

- Индекс Thompson Reuters Global Equity – это взвешенный по рыночной капитализации глобальный фондовый индекс, который служит ориентиром для отслеживания ликвидных акций по всему миру<sup>5</sup> (Приложение 6).

Для его формирования используются следующие показатели:

- размер капитализации эмитента;
- размер капитализации эмитента с учетом free-float;
- среднесуточный объем торгов;
- дневная частота торгов.

<sup>3</sup> Рассчитывается по ценам закрытия за три месяца, предшествующих дню формирования базы расчета.

<sup>4</sup> Foreign inclusion factor.

<sup>5</sup> Включает развитые, развивающиеся и пограничные рынки.

Сформированный набор критериев активности организованных рынков финансовых инструментов был протестирован Банком России на основе данных о договорах, заключенных на организованных торгах фондовой секции ПАО Московская Биржа в отношении всех ценных бумаг, содержащихся в списке ценных бумаг, допущенных к организованным торгам ПАО Московская Биржа (порядка 1600 финансовых инструментов), включая долговые финансовые инструменты, за 2018 год и первое полугодие 2019 года с использованием математических, статистических и аналитических алгоритмов.

В рамках такого тестирования исследовались вопросы:

- применимости и специфики каждого критерия в зависимости от вида финансового инструмента (долевой или долговой финансовый инструмент);
- подверженности критериев злоупотреблениям, в связи с чем осуществлялась проверка прохождения критериев финансовыми инструментами, в отношении которых установлены факты неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком<sup>3</sup>;
- ложного срабатывания критериев на рынках голубых фишек.

По итогам указанного тестирования Банк России сделал следующие выводы.

- Ряд предложенных Рабочей группой критериев, например показатели волатильности и корреляции с индексом МосБиржи (IMOEX), а также наличие маркет-мейкеров<sup>4</sup>, оказались незначимыми. Например, маркет-мейкеры наблюдались на рынках активов, в отношении которых были установлены факты неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком, при этом отсутствовали на рынках голубых

<sup>3</sup> [https://www.cbr.ru/inside/inside\\_detect/](https://www.cbr.ru/inside/inside_detect/).

<sup>4</sup> В соответствии с пунктом 5 части 1 статьи 5 Федерального закона № 325-ФЗ маркет-мейкер – участник торгов, который на основании договора, одной из сторон которого является организатор торговли, принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, предложения и (или) объема торгов финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товаром на условиях, установленных таким договором.

фишек. Такая же ситуация наблюдалась и в отношении критерия узости спреда между котировками на продажу и покупку: на рынках, на которых наблюдалось систематическое выставление заявок по предварительному соглашению, такие спреды были узкими. Кроме того, для критерия спреда между котировками на продажу и покупку не представляется возможным задать универсальные диапазоны его количественных значений, которые могли бы применяться для разных активов.

2. Ни один из критериев сам по себе не является самодостаточным в смысле его защищенности от злоупотреблений – направленные действия отдельных лиц могут значительно влиять на их значения.
3. Критерии, в частности их количественные значения, целесообразно формировать в зависимости от вида финансовых инструментов. Так, например, для рынков акций количество сделок выступает более значимым критерием, чем объем торгов, а для облигаций – наоборот; показатель free-float может использоваться для оценки активности рынков акций, однако не может быть рассчитан для облигаций.

По результатам проведенного Банком России тестирования Рабочая группа отобрала критерии активного рынка, которые:

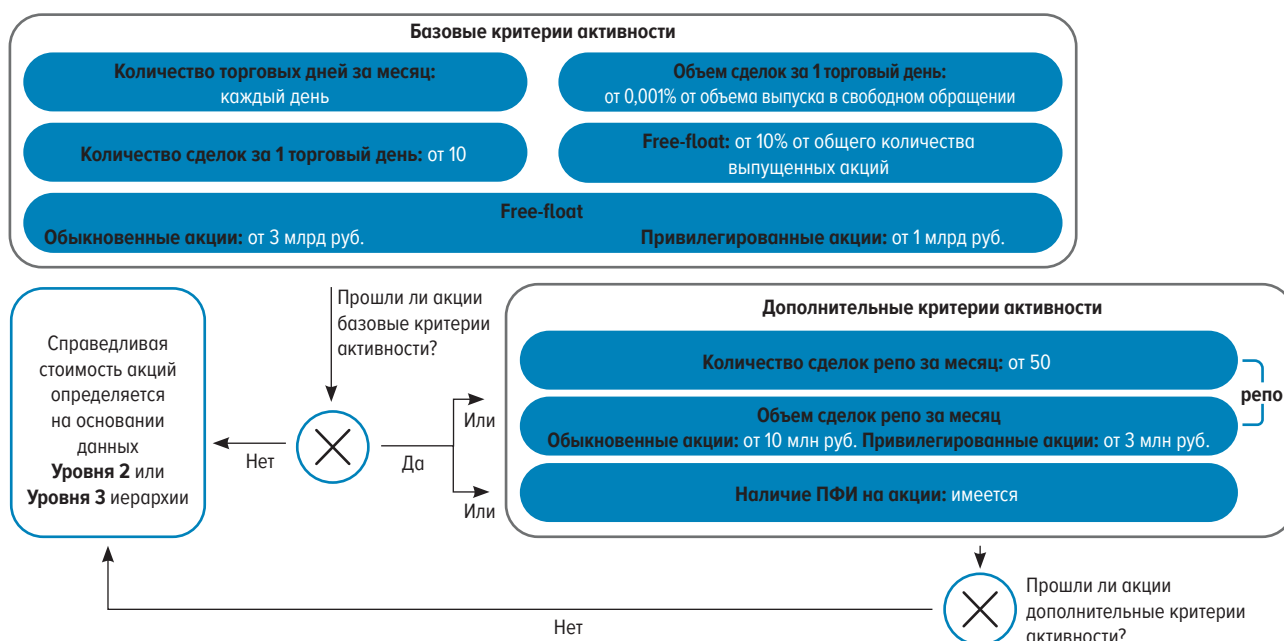
- содержательно соответствуют определению активного рынка, приведенному в МСФО 13, а именно: непосредственно предусматривают показатели торговой активности (частота и объем сделок), достаточные для понимания, обеспечивается ли на таком рынке информация о ценах на постоянной основе;
- экономически и методологически понятны финансовым организациям;
- могут быть рассчитаны на основании информации, доступной финансовым организациям.

Так, для акций, обращающихся на российских организованных торгах, был сформирован механизм применения финансовыми организациями критериев активности рынков, приведенный на рис. 2 (далее – схема 2). Количественные значения таких критериев были получены Рабочей группой эмпирическим путем с учетом экспертного мнения об активности российского биржевого рынка акций в целом (более 260 акций) и о качестве ценообразования на рынках определенных акций, а также на основе значений отдельных показателей, применяемых в рамках действующего регулирования в отношении акций первого (высшего) уровня списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> В соответствии с Приложениями 2 и 3 Положения № 534-П общая рыночная стоимость акций эмитента, находящихся в свободном обращении, составляет по обыкновенным акциям не менее 3 млрд рублей; по привилегированным акциям (привилегированным акциям определенного типа) – не менее 1 млрд рублей. Для эмитентов, рыночная капитализация которых превышает 60 млрд рублей, количество акций эмитента в свободном обращении должно составлять для обыкновенных акций – не менее 10% от общего количества обыкновенных акций эмитента; для привилегированных акций – не менее 10% от общего количества привилегированных акций эмитента (привилегированных акций эмитента определенного типа).

## СХЕМА ПРИМЕНЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ КРИТЕРИЕВ АКТИВНОСТИ РЫНКОВ АКЦИЙ, ОБРАЩАЮЩИХСЯ НА РОССИЙСКИХ ОРГАНИЗОВАННЫХ ТОРГАХ

Рис. 2

**Описание схемы**

В случае если рынок акций, обращающихся на российских организованных торгах, соответствует базовым критериям активного рынка<sup>6</sup>, содержательно соответствующим определению активного рынка по МСФО 13, финансовая организация осуществляет дополнительную проверку на наличие экономической заинтересованности иных участников рынка в таких акциях путем анализа соответствия биржевых сделок репо (во всех доступных для совершения сделок репо режимах торгов) с такими акциями определенной частоте и определенному объему либо путем анализа на наличие биржевых производных финансовых инструментов, базисным активом по которым являются такие акции. В случае если на каком-либо из этапов проверки (проверка базовых или дополнительных критериев активности) критерии не соблюдаются, рынок акций не признается активным, в связи с чем некорректируемые биржевые котировки с соответствующего рынка не принимаются в качестве наилучшей оценки их справедливой стоимости – для определения справедливой стоимости по таким акциям используются исходные данные Уровня 2 или Уровня 3 в иерархии справедливой стоимости.

**Справочно**

Важно! Предлагаемый набор критериев не ограничивает финансовые организации в части инвестирования средств, которое осуществляется в соответствии с требованиями действующего регулирования, а также не предусматривает отказ финансовой организации от определения стоимости активов или обязательств по справедливой стоимости в соответствии с МСФО 13. Такой набор критериев служит исключительно в качестве ориентира для принятия решения об активности рынков активов или обязательств и, соответственно, для определения уровня исходных данных по активам или обязательствам, который может использоваться для определения справедливой стоимости по ним.

<sup>6</sup> Рынок акций, обращающихся на российских организованных торгах, соответствует базовым критериям активности в случае, если одновременно количество акций в свободном обращении составляет не менее 10% от общего количества выпущенных акций, а общая рыночная стоимость акций, находящихся в свободном обращении, для обыкновенных и привилегированных акций превышает 3 и 1 млрд рублей соответственно. При этом торговая активность на рынке акций такова, что в каждый торговый день месяца с ними совершается не менее 10 сделок объемом не менее 0,001% от общей рыночной стоимости акций, находящихся в свободном обращении.

**Вопросы для обсуждения:**

1. Согласны ли вы с тем, что предлагаемые критерии содержательно соответствуют определению активного рынка, приведенному в МСФО 13? Пожалуйста, поясните свой ответ.
2. Согласны ли вы с тем, что предлагаемые критерии экономически и методологически понятны? Пожалуйста, поясните свой ответ.
3. Согласны ли вы с тем, что предлагаемые критерии могут быть рассчитаны финансовыми организациями на основании доступной им информации? Пожалуйста, поясните свой ответ.
4. Согласны ли вы с предлагаемым набором критериев для определения финансовыми организациями активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах? Пожалуйста, поясните свой ответ.
5. Согласны ли вы с предлагаемыми количественными значениями указанных критериев? Пожалуйста, поясните свой ответ.
6. Как, по вашему мнению, можно было бы улучшить предлагаемые критерии и схему их применения, чтобы обеспечить должный уровень защищенности от злоупотреблений, направленных на искусственное создание активного рынка акций, обращающихся на российских организованных торгах?

Порядка 50 акций, обращающихся на торгах ПАО Московская Биржа (и обыкновенных, и привилегированных), удовлетворяют критериям, приведенным на схеме 2. При этом количество таких акций относительно стабильно от периода к периоду. Указанное количество таких акций соответствует количеству акций, находящихся в первом (высшем) уровне списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам ПАО Московская Биржа.

**Вопросы для обсуждения:**

7. Считаете ли вы оптимальным полученное количество акций, рынки которых удовлетворяют критериям, представленным на схеме 2? Пожалуйста, поясните свой ответ.
8. Приведите примеры акций, обращающихся на российских организованных торгах, которые, по вашему мнению, соответствуют понятию активного рынка, предусмотренному МСФО 13.
9. Есть ли, по вашему мнению, в котировальных частях списков ценных бумаг, допущенных к российским организованным торгам, акции, не соответствующие понятию активного рынка, предусмотренному МСФО 13? Пожалуйста, приведите примеры.

При этом у схемы 2 имеются следующие ограничения.

1. Ввиду того что, согласно нормативным актам Банка России по бухгалтерскому учету, справедливая стоимость активов и обязательств должна определяться в соответствии с МСФО 13, а методы такого определения выбираются финансовыми организациями самостоятельно и утверждаются в их внутренних документах, схема 2 может быть предложена финансовым организациям в настоящее время исключительно в качестве рекомендации в рамках разъяснений о применении МСФО 13 для целей бухгалтерской (финансовой) отчетности (далее – Разъяснения). Такие Разъяснения на данном этапе не будут являться нормативным актом Банка России, в связи с чем их положения не будут носить императивный характер. Это означает, что финансовые организации при формировании критериев активного рынка в своих внутренних документах будут вправе, но не будут обязаны использовать Разъяснения: смогут устанавливать иные критерии активного рынка по своему усмотрению, в том числе предусматривающие меньший набор критериев и (или) более низкие пороговые значения критериев.

Очевидно, что предоставленная в качестве Разъяснений схема 2 не сможет способствовать противодействию намеренным недобросовестным практикам в части формирования исполнимых критериев активного рынка. Однако из-за того что в рамках осуществления функций по регулированию, контролю и надзору в кредитно-финансовой сфере Банк России сталкивается с ситуацией формального подхода к определению критериев активного рынка и по их применению, в том числе ввиду отсутствия методического разъяснения такого форми-

рования и применения, предполагается, что Разъяснения могут стать для финансовых организаций инструментом для более качественного определения критериев активного рынка в своих внутренних документах.

**Вопрос для обсуждения:**

10. Считаете ли вы целесообразным предоставление схемы 2 в качестве Разъяснений? Пожалуйста, поясните свой ответ.

2. При этом даже в случае применения всеми финансовыми организациями схемы 2 для определения критериев активного рынка в своих внутренних документах риски недобросовестных практик тем не менее не исчезают, поскольку заранее установленные критерии активного рынка и их количественные значения могут способствовать созданию торговой активности, достаточной для достижения соответствующих пороговых значений.

В связи с этим представляется, что Разъяснения, помимо схемы 2, обязательно должны содержать следующие положения:

- предлагаемые критерии активного рынка для акций, обращающихся на российских организованных торгах, и их количественные значения не являются безусловно достаточными для принятия финансовыми организациями окончательных решений относительно активности рынков таких акций, а предлагаются в качестве ориентира для использования финансовыми организациями при формировании собственных критериев активного рынка в своих внутренних документах;
- финансовым организациям для оценки справедливой стоимости акций, обращающихся на российских организованных торгах, в соответствии с МСФО 13 целесообразно формировать критерии активного рынка в своих внутренних документах, с тем чтобы они носили содержательный (качественный) характер, а соответствие рынков акций таким критериям определять на основе анализа всех доступных им фактов и обстоятельств, связанных с состоянием таких рынков.

**Вопрос для обсуждения:**

11. Целесообразно ли, по вашему мнению, предоставление финансовым организациям, помимо качественных подходов по формированию критериев активности рынка, еще и количественных критериев активного рынка? Пожалуйста, поясните свой ответ.

Кроме того, Банк России рассматривает возможности по осуществлению постоянного мониторинга списка акций, обращающихся на российских организованных торгах, рынки которых могут признаваться активными по схеме 2, в целях выявления в таком списке акций, рынки которых, по мнению Банка России, не могут признаваться активными. По итогам такого мониторинга Банк России планирует своевременно актуализировать (при наличии такой необходимости) Разъяснения.

**Вопрос для обсуждения:**

12. Какую периодичность пересмотра Банком России предлагаемого набора критериев и их количественных значений вы считаете оптимальной для обеспечения актуальности таких критериев рыночным реалиям при одновременном недопущении создания для финансовых организаций чрезмерных издержек в области учета акций в своих портфелях?

3. В настоящее время в соответствии с действующим регулированием коэффициент free-float рассчитывается и раскрывается только в отношении акций, содержащихся в котировальной части списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам. В связи с этим для



проведения комплексного анализа работоспособности схемы 2 значения коэффициента free-float по акциям, для которых ПАО Московская Биржа не рассчитывает и не раскрывает free-float, рассчитывались Банком России самостоятельно на основании общедоступных данных.

### Справочно

В соответствии с пунктом 7 Приложения 3 к Положению № 534-П определение количества акций в свободном обращении осуществляется по методике, утвержденной биржей и раскрытой на ее сайте.

В соответствии с методикой расчета коэффициента free-float ПАО Московская Биржа соответствующий показатель представляется комбинированным и рассчитывается на основании заданных в методике параметров с учетом рекомендаций Индексного комитета ПАО Московская Биржа, которые опираются на публичную информацию о структуре собственности, аффилированности собственников и/или бенефициаров, а также на экспертное мнение членов такого комитета.

Согласно Положению об Индексном комитете ПАО Московская Биржа он:

- действует на постоянной основе;
- является совещательным органом ПАО Московская Биржа, избираемым ежегодно;
- создается по решению Наблюдательного совета ПАО Московская Биржа из числа кандидатов, предложенных профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями в сфере финансового рынка и иными организациями, работающими в сфере рынка ценных бумаг, ПАО Московская Биржа и имеющих необходимую квалификацию и компетенции.

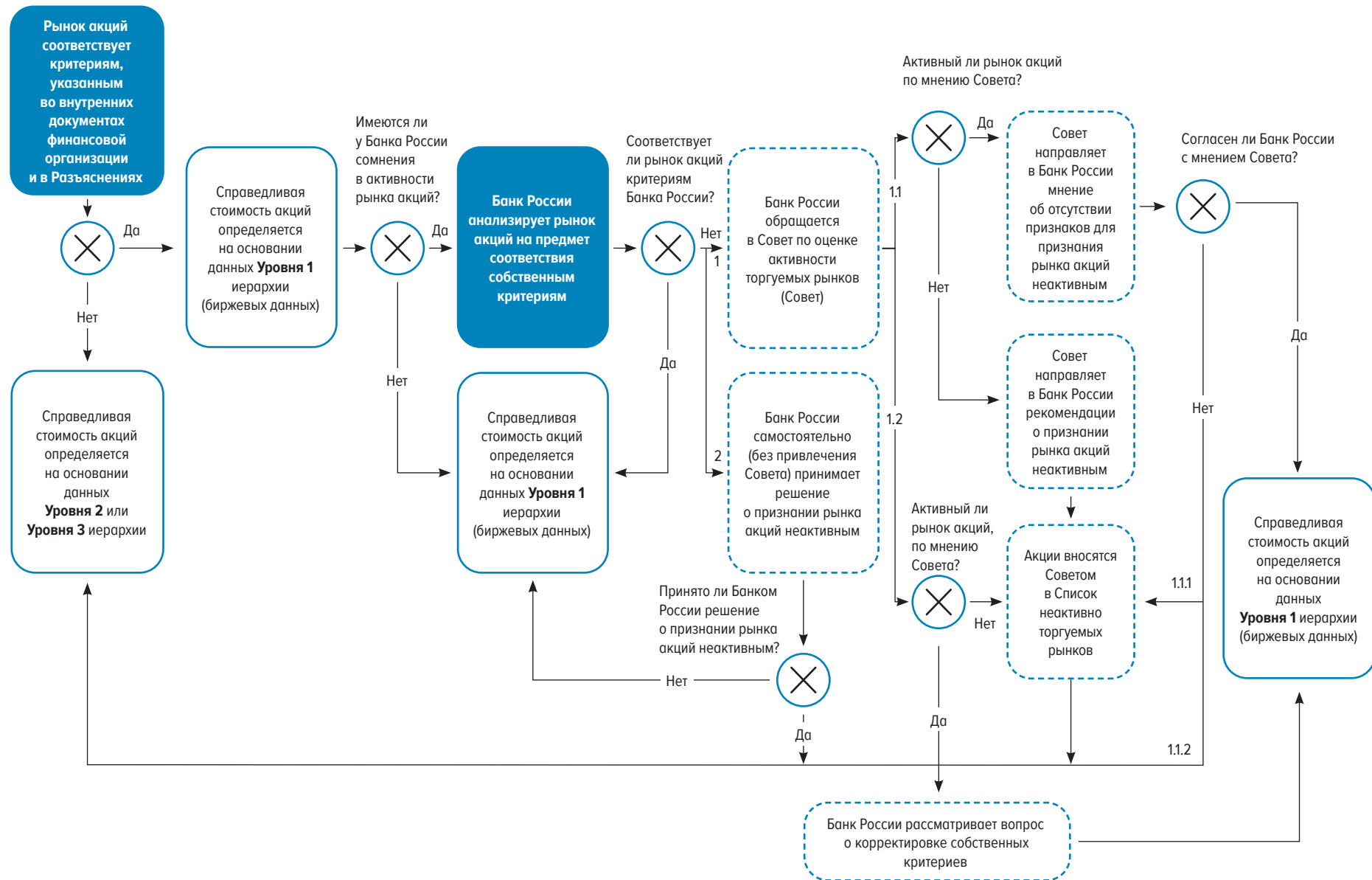
Участие в таком комитете является добровольным, персональным и безвозмездным, если решением Наблюдательного совета ПАО Московская Биржа не будет определено иное. В его состав может входить от 7 до 25 человек.

### Вопросы для обсуждения:

13. Может ли, по вашему мнению, любое лицо на основании информации, содержащейся в открытом доступе, самостоятельно рассчитать значение коэффициента free-float по любым акциям? Пожалуйста, поясните свой ответ.
14. Считаете ли вы необходимым предусмотреть обязанность организатора торговли рассчитывать и раскрывать на своем сайте в Интернете значения коэффициента free-float по всем акциям, допущенным к организованным торгам? Пожалуйста, поясните свой ответ.
15. Для каких еще целей, помимо расчета значений предлагаемых критериев активного рынка, вам необходимы значения коэффициента free-float по акциям, не содержащимся в котировальной части списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам?

## 2. Схема принятия решения относительно активности рынков акций

Ввиду указанных в разделе 1 ограничений схемы 2 Банк России в целях создания условий для повышения качества оценки стоимости активов и величины обязательств финансовых организаций, в свою очередь способствующего сокращению в финансовой системе Российской Федерации случаев некорректно и завышено (занижено) оцененных активов (обязательств) и уменьшению возможностей для намеренного искажения их стоимости (величины), предлагает к обсуждению схему принятия решения относительно активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах (см. схему на рис. 3; далее – схема 3), включающую применение финансовыми организациями критериев, указанных в их внутренних документах и в Разъяснениях. Иначе говоря, схема 3 предлагается к обсуждению не взамен, а в развитие схемы 2.



### Описание схемы

Если некоторый рынок акций соответствует критериям активного рынка, содержащимся во внутренних документах финансовой организации и сформированным на основании Разъяснений, то финансовая организация, используя в соответствии с МСФО 13 исходные данные Уровня 1, в качестве наилучшей оценки справедливой стоимости таких акций принимает, не корректируя, биржевые котировки с активного рынка.

При этом, если у Банка России возникают сомнения в активности такого рынка, Банк России осуществляет его дополнительный анализ на соответствие собственным критериям активного рынка. Такие критерии основаны на наборе критериев активного рынка, предложенных Рабочей группой (Приложение 1), однако они не предлагаются финансовым организациям в рамках схемы 2 по причинам нетривиальной методологии их расчета, недоступности финансовым организациям требуемых для их расчета данных, а также невозможности установления универсальных диапазонов принимаемых ими значений. В целях обеспечения должного уровня прозрачности соответствующих действий Банка России предполагается, что набор таких критериев с отражением их сути будет доступен участникам финансового рынка без приведения конкретных формул, используемых для их расчета, а также без указания используемых Банком России количественных значений таких критериев, что в свою очередь обусловлено необходимостью купировать адаптивность соответствующих недобросовестных практик.

По результатам указанного анализа, в случае если рынок акций не соответствует критериям активного рынка Банка России:

- 1) либо Банк России обращается в Совет по оценке активности торгуемых рынков (далее – Совет) для оценки активности рынка акций (далее – подход 1; вариант 1 на схеме 3). Совет на основании собственных критериев активного рынка, а также экспертного мнения членов Совета:
  - или направляет соответствующие рекомендации в Банк России для принятия им окончательного решения о признании рынка акций неактивным (вариант 1.1 на схеме 3). При признании Банком России рынка акций неактивным финансовая организация будет обязана переоценить их справедливую стоимость на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3. При этом встает вопрос о возможности внесения акций в Список неактивно торгуемых рынков (далее – Список), размещаемый в открытом доступе на официальном сайте органа (организации), при котором создан Совет, в Интернете, в случае, если решение Банка России о признании рынка акций неактивным не соответствует мнению Совета (варианты 1.1.1 и 1.1.2 на схеме 3). В случае невнесения акций в Список при принятии Банком России решения о признании соответствующего рынка неактивным также встает вопрос о доведении такой информации до других финансовых организаций;
  - или принимает решение о включении/невключении акций в Список (вариант 1.2 на схеме 3). При включении акций в Список все финансовые организации будут обязаны переоценить их справедливую стоимость на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3;
- 2) либо Банк России самостоятельно рассматривает вопрос о признании рынка акций неактивным, и в случае принятия регулятором соответствующего решения финансовая организация будет обязана переоценить их справедливую стоимость на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3 (далее – подход 2; вариант 2 на схеме 3). При этом создание Совета и, соответственно, формирование Списка в рамках подхода 2 не предусмотрено.

**Вопросы для обсуждения:**

1. Какая степень раскрытия используемых Банком России в рамках схемы 3 критериев активного рынка, по вашему мнению, является оптимальной: полное нераскрытие, раскрытие набора критериев и их сути или раскрытие формул для расчета таких критериев с указанием ориентировочных диапазонов принимаемых ими значений? Пожалуйста, поясните свой ответ.
2. Считаете ли вы предлагаемое наименование Списка – а именно «Список неактивно торгуемых рынков» – соответствующим цели, для достижения которой его предлагается создать? Какие варианты наименования Списка вы могли бы предложить?

В целях всестороннего рассмотрения подходов и проведения их сравнительного анализа представляется необходимым в рамках настоящего доклада обсудить:

- площадку, на базе которой целесообразно создание Совета;
- принципы формирования Совета, включая требования к его членам;
- правила формирования и актуализации Списка, включая механизм реабилитации акций, включенных в Список;
- правила раскрытия Списка;
- роль Банка России в признании рынка акций неактивным.

**2.1. Площадка для создания Совета**

Совет в случае принятия соответствующего решения может быть создан либо при Банке России, либо на базе какого-либо рыночного института.

Преимущества создания Совета при Банке России заключаются в том, что Банк России как мегарегулятор финансового рынка является обладателем уникальной базы данных, формируемой на основе в том числе биржевых данных, поступающих на удаленный терминал, установленный в Банке России, данных отчетности финансовых организаций и иных данных, получаемых Банком России в рамках реализации функций по контролю и надзору в кредитно-финансовой сфере. В связи с этим Банк России постоянно развивает инструментарий для анализа таких данных.

**Справочно**

С 2018 года в Банке России начал функционировать Ситуационный центр мониторинга биржевых торгов, работа которого построена на поступающих в реальном времени в Банк России биржевых данных, которые обрабатываются посредством ряда математических, статистических и аналитических алгоритмов. Банк России уже начал использовать инструментарий Ситуационного центра на реальных данных ПАО Московская Биржа, в том числе в целях выявления злоупотреблений на организованных торгах, включая неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19699/ar\\_2018.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19699/ar_2018.pdf).

Немаловажным фактором в вопросе определения площадки для создания Совета выступает обеспечение должного уровня защиты данных ограниченного доступа, необходимых для формирования мнения об активности рынков акций, что свидетельствует в пользу создания такого органа при Банке России. Вместе с тем привлечение к участию в Совете только лишь представителей Банка России лишает такой орган возможности принятия решения, учитывающего экспертизу компетентных участников финансового рынка.

В практике Банка России имеется опыт решения вопроса защиты данных ограниченного доступа при привлечении экспертизы участников финансового рынка. Так, при Банке России действует Экспертный совет по существенным рыночным отклонениям, которому организатором торговли в целях выявления признаков нарушений Федерального закона № 224-ФЗ на-

правляются обезличенные выписки из реестра договоров, заключенных на организованных торгах с неликвидной ценной бумагой, и выписки из реестра заявок на совершение сделок с неликвидной ценной бумагой<sup>7</sup>.

### Справочно

В соответствии с приказом Банка России от 22.03.2016 № ОД-951 «О создании при Банке России Экспертного совета по существенным рыночным отклонениям» Экспертный совет по существенным рыночным отклонениям является совещательно-консультативным органом при Банке России, основными задачами которого являются:

- выработка рекомендаций Банку России, организаторам торговли по определению критериев существенного отклонения цены, спроса, предложения или объема торгов финансовыми инструментами;
- экспертно-консультационная поддержка Банка России, организаторов торговли в области противодействия манипулированию рынком.

Экспертный совет по существенным рыночным отклонениям формируется на основе добровольного участия в его деятельности.

Его членами могут быть граждане Российской Федерации и иностранные граждане, соответствующие определенным требованиям к их деловой репутации.

Служащие Банка России не могут входить в состав Экспертного совета по существенным рыночным отклонениям.

Количественный состав указанного экспертного совета не должен превышать 25 членов.

Организационное сопровождение деятельности Экспертного совета по существенным рыночным отклонениям обеспечивает Департамент противодействия недобросовестным практикам Банка России.

Члены Экспертного совета по существенным рыночным отклонениям участвуют в его деятельности безвозмездно. Вместе с тем представляется, что эффективная деятельность Совета возможна при условии оплаты труда экспертов, что недостижимо в случае создания такого органа при Банке России. В свою очередь данный фактор формирует значимые преимущества создания Совета на базе рыночной структуры.

### Вопросы для обсуждения:

3. Считаете ли вы целесообразным оплату деятельности экспертов, являющихся представителями участников финансового рынка, в Совете для повышения эффективности его деятельности? Пожалуйста, поясните свой ответ.
4. Считаете ли вы, что возмездное участие экспертов в Совете, при условии его создания на базе рыночной структуры, будет способствовать повышению тарифов на услуги, предоставляемые соответствующим рыночным институтом (например, на стоимость листинга в случае создания Совета на базе организатора торговли)? Пожалуйста, поясните свой ответ.

Прообразом органа на базе рыночной структуры могут выступать экспертные советы по листингу при российских организаторах торговли, осуществляющих допуск ценных бумаг к организованным торгам.

<sup>7</sup> Пункт 4 Методических рекомендаций о критериях существенного отклонения цены, спроса и предложения неликвидных ценных бумаг, утвержденных Банком России 11.03.2019 № 8-МР.

### Справочно

Например, в соответствии с Положением об Экспертном совете по листингу ПАО Московская Биржа соответствующий орган создан в целях экспертной оценки качества финансовых инструментов и выработки рекомендаций по листингу ценных бумаг.

Экспертный совет по листингу ПАО Московская Биржа:

- действует на постоянной основе;
- является консультативно-совещательным органом ПАО Московская Биржа (его решения носят рекомендательный и информационный характер для исполнительных органов ПАО Московская Биржа при принятии ими решений);
- создается по решению Правления ПАО Московская Биржа из числа кандидатов, подавших соответствующее заявление и имеющих необходимую квалификацию, знания и опыт.

Участие в Экспертном совете по листингу ПАО Московская Биржа является добровольным, персональным и оплачиваемым.

В его состав могут входить оценщики, аудиторы, представители ПАО Московская Биржа и (на безвозмездной основе) Банка России, рейтинговые агентства (участвуют в голосовании исключительно по вопросам методологии), представители инвесторов, юристы, эксперты в области корпоративного управления, сотрудники инвестиционных банков – консультантов по сделкам на рынках капитала, представители саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка и иных организаций, независимые эксперты и аналитики.

Список членов Экспертного совета по листингу размещен на официальном сайте ПАО Московская Биржа.

В качестве критики создания Совета на базе рыночного института указывается на возможное наличие конфликта интересов<sup>8</sup> членов такого органа, которые могут быть заинтересованы в присвоении определенного статуса рынку акций. Такая проблема решается, как правило, путем управления конфликтом интересов.

### Справочно

Согласно Положению об Экспертном совете по листингу ПАО Московская Биржа:

1. В случае наличия конфликта интересов член Экспертного совета должен заблаговременно до проведения заседания рабочей группы, на котором будет рассматриваться данный вопрос, уведомить Председателя и уполномоченного сотрудника Биржи о таком конфликте.
2. В случае наличия конфликта интересов Председатель Экспертного совета должен заблаговременно уведомить Заместителя Председателя и уполномоченного сотрудника Биржи о таком конфликте.
3. Если член Экспертного совета присутствует (принимает участие в заочном голосовании) на заседании рабочей группы Экспертного совета, на котором рассматривается вопрос, в котором член Экспертного совета прямо или косвенно заинтересован (в случае наличия конфликта интересов), то указанный член Экспертного совета не должен участвовать в голосовании по такому вопросу.
4. Председательствующий, ведущий протокол заседания рабочей группы Экспертного совета, фиксирует все заявленные конфликты интересов.

### Вопрос для обсуждения:

5. Какие иные способы управления конфликтом интересов, помимо самоотвода, по вашему мнению, являются эффективными? Пожалуйста, поясните свой ответ.

<sup>8</sup> В соответствии с частью 1 статьи 10 Федерального закона от 25.12.2008 № 273-ФЗ «О противодействии коррупции» под конфликтом интересов понимается ситуация, при которой личная заинтересованность (прямая или косвенная) лица, замещающего должность, замещение которой предусматривает обязанность принимать меры по предотвращению и урегулированию конфликта интересов, влияет или может повлиять на надлежащее, объективное и беспристрастное исполнение им должностных (служебных) обязанностей (осуществление полномочий).

Тем не менее не каждый рыночный институт может рассматриваться в качестве площадки для создания Совета. В целях обеспечения необходимого объема данных для анализа степени активности рынков акций представляется, что такой площадкой могут стать инфраструктурные организации финансового рынка, например организаторы торговли или центральный депозитарий.

В свою очередь это рождает дискуссию о возможности создания нескольких Советов, например при каждом организаторе торговли, осуществляющем допуск ценных бумаг к организованным торгам, либо о создании единого центра принятия решения, например на базе центрального депозитария. Практика создания экспертных органов при различных организаторах торговли уже применяется в рамках функционирования советов по листингу: экспертный совет по листингу, помимо ПАО Московская Биржа, также функционирует при ПАО СПБ.

#### Вопрос для обсуждения:

6. На базе какой площадки, по вашему мнению, целесообразно создавать Совет (например, при Банке России (без привлечения или с привлечением экспертизы со стороны участников рынка), при одном организаторе торговли, при каждом организаторе торговли, на базе Ценового центра НКО АО НРД, при иной инфраструктурной организации финансового рынка, при каждой саморегулируемой организации в сфере финансового рынка)? Пожалуйста, поясните свой ответ.

## 2.2. Принципы формирования Совета

Представляется, что Совет может являться постоянно действующим органом, уполномоченным предоставлять Банку России рекомендации относительно активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах (вариант 1.1 на схеме 3), или принимать обязательные к исполнению решения (вариант 1.2 на схеме 3).

При этом предлагается формировать Совет на основе добровольного участия в его деятельности и соответствующего волеизъявления кандидатов. Для вхождения в Совет кандидат направляет в орган (организацию), при котором он создан, ходатайство о его включении в состав членов Совета.

Для формирования возможных квалификационных и профессиональных требований к членам Совета, с учетом предполагаемых к рассмотрению ими вопросов, а также в целях обеспечения должного уровня доверия к принимаемым решениям, представляется целесообразным руководствоваться требованиями, предусмотренными для инвестиционных советников<sup>9</sup>. В связи с этим членами Совета могут быть граждане Российской Федерации, имеющие:

1. Высшее образование.
2. Профессиональный опыт не менее пяти лет, полученный при осуществлении не менее одного из следующих видов деятельности:
  - совершение сделок с ценными бумагами и (или) заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами;
  - принятие решений о совершении сделок с ценными бумагами и (или) о заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, и (или) подготовке рекомендаций по совершению указанных сделок (заключению указанных договоров);
  - анализ финансового рынка;
  - управление рисками на финансовом рынке;
  - предоставление консультационных услуг в отношении ценных бумаг, сделок с ними и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами;
  - аудиторская деятельность;
  - оценочная деятельность.

<sup>9</sup> Указание Банка России от 02.11.2018 № 4956-У «О требованиях к инвестиционным советникам».

При этом представляется, что членам Совета также желательно иметь свидетельство о квалификации, подтверждающее соответствие требованиям профессионального стандарта «Специалист по финансовому консультированию»<sup>10</sup>, выданное центром оценки квалификаций<sup>11</sup>, или один из следующих сертификатов: International Certificate in Advanced Wealth Management (ICAWM), Investment Management Specialist, Financial Adviser, Certified Financial Planner, Chartered Financial Analyst (CFA), Certified International Investment Analyst (CIIA), Financial Risk Manager (FRM), Professional Risk Manager (PRM), или квалификационный аттестат специалиста финансового рынка.

#### Вопросы для обсуждения:

7. Какие квалификационные и профессиональные требования в отношении членов Совета, по вашему мнению, целесообразно предусмотреть? Пожалуйста, поясните свой ответ.
8. Представители каких органов (организаций), по вашему мнению, могут являться членами Совета?
9. Считаете ли вы целесообразным включение в состав Совета представителей Банка России? В случае положительного ответа приведите, пожалуйста, примеры компетенций представителей Банка России, наличие которых целесообразно учитывать при включении таких лиц в состав Совета (если возможно, укажите наименования соответствующих структурных подразделений Банка России).

При этом, ввиду того что членам Совета предстоит работать в том числе с конфиденциальной информацией, а их решения будут оказывать влияние на портфели финансовых организаций, такие лица должны обладать положительной деловой репутацией<sup>12</sup>. Так, в члены Совета не могут входить лица в случае наличия хотя бы одного из следующих факторов:

- у кандидата аннулирован квалификационный аттестат;
- Банком России установлен факт осуществления кандидатом действий (организации действий), относящихся в соответствии с законодательством Российской Федерации к неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, в течение трех лет, предшествовавших дню получения его ходатайства;
- кандидат осуществлял функции единоличного исполнительного органа, его заместителя, члена коллегиального исполнительного органа, руководителя службы управления рисками, внутреннего аудитора (руководителя службы внутреннего аудита), специального должностного лица, ответственного за реализацию правил внутреннего контроля в целях противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, контролера (руководителя службы внутреннего контроля) или должностного лица (руководителя структурного подразделения), в обязанности которого входит осуществление внутреннего контроля в целях противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, в финансовой организации в период осуществления такой организацией действий, относящихся в соответствии с законодательством Российской Федерации к неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, в случае неоднократного в течение одного года применения к такой организации мер за осуществление указанных действий, если на день, предшествующий дню получения его ходатайства, не истек трехлетний срок со дня последнего применения указанных мер;
- кандидат осуществлял функции единоличного исполнительного органа, его заместителя, члена коллегиального исполнительного органа, главного бухгалтера или заместителя главного бухгалтера финансовой организации, руководителя или главного бухгалтера филиала

<sup>10</sup> Утвержден приказом Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации от 19 марта 2015 года № 167н «Об утверждении профессионального стандарта «Специалист по финансовому консультированию».

<sup>11</sup> В соответствии с частью 4 статьи 4 Федерального закона от 03 июля 2016 года № 238-ФЗ «О независимой оценке квалификации».

<sup>12</sup> Федеральный закон № 281-ФЗ.



финансовой организации, руководителя службы управления рисками, внутреннего аудитора (руководителя службы внутреннего аудита), контролера (руководителя службы внутреннего контроля), специального должностного лица, ответственного за реализацию правил внутреннего контроля в финансовой организации в целях противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, или члена совета директоров (наблюдательного совета) финансовой организации в течение 12 месяцев, предшествовавших дню отзыва (аннулирования) за нарушение законодательства Российской Федерации у финансовой организации лицензии на осуществление операций, соответствующих виду деятельности финансовой организации, либо дню исключения финансовой организации из соответствующего реестра за нарушение законодательства Российской Федерации, если на день, предшествующий дню получения его ходатайства, не истек трехлетний срок со дня отзыва (аннулирования) лицензии на осуществление операций, соответствующих виду деятельности финансовой организации, либо дня исключения финансовой организации из соответствующего реестра;

- кандидат более трех раз в течение одного года, предшествовавшего дню получения его ходатайства, совершил административное правонарушение в области предпринимательской деятельности или в области финансов, налогов и сборов, страхования, рынка ценных бумаг, установленное вступившим в законную силу постановлением судьи, органа или должностного лица, уполномоченных рассматривать дела об административных правонарушениях;
- кандидат имеет неснятую или непогашенную судимость за преступления в сфере экономической деятельности или преступления против государственной власти;
- в отношении кандидата имеется иная значимая информация, свидетельствующая о негативной деловой репутации такого лица.

При этом представляется, что указанные положения могут быть применимы не только для включения лица в состав Совета, но и для его оставления в нем.

#### Вопрос для обсуждения:

10. Считаете ли вы целесообразным применение к членам Совета предлагаемых требований к деловой репутации? Пожалуйста, поясните свой ответ.

Для достижения цели создания Совета представляется, что его члены также должны соответствовать следующим ценностям:

- *служение обществу*, выражающееся в независимости принятия решений, а также в принятии решений исходя из долгосрочных интересов развития страны и общества;
- *честность*, выражающаяся в добропорядочном поведении на финансовых рынках, неподкупности и готовности к эффективному управлению конфликтом интересов;
- *профессионализм*, выражающийся в наличии необходимых знаний, умений и навыков для решения задач, стоящих перед Советом, готовности и возможности адаптироваться к меняющимся рыночным условиям;
- *ответственность за результат*, выражающаяся в неравнодушии к проблеме, на решение которой направлена деятельность Совета, а также в готовности брать ответственность за принятые Советом решения.

**Вопросы для обсуждения:**

11. Считаете ли вы целесообразным формализацию ценностей, которым должны соответствовать члены Совета? Пожалуйста, поясните свой ответ.
12. Каким образом, по вашему мнению, можно проверять соответствие членов Совета ценностям?
13. Считаете ли вы необходимым установление ответственности членов Совета за недобросовестное поведение в рамках деятельности Совета? Пожалуйста, поясните свой ответ. В случае положительного ответа укажите, какие виды ответственности для членов Совета целесообразно предусмотреть.

Совет может быть представлен 30 членами. Указанное количество позволит реплицировать ту или иную компетенцию в рамках Совета в целях принятия взвешенного решения относительно активности рынков акций при обеспечении возможности управления конфликтом интересов путем самоотвода членов Совета от рассмотрения конкретных кейсов, в решениях по которым они могут быть заинтересованы.

**Вопросы для обсуждения:**

14. Считаете ли вы предлагаемый количественный состав Совета достаточным для формирования им взвешенной позиции при одновременном управлении конфликтом интересов? Пожалуйста, поясните свой ответ.
15. Должен ли, по вашему мнению, Банк России осуществлять контроль за формированием Совета?

### **2.3. Правила формирования и актуализации Списка**

В целях предотвращения сплошного (необоснованного) направления обращений о признании рынков акций неактивными, в том числе преследующего получение направляющими их лицами конкурентного преимущества (злоупотребления правом), и, соответственно, обеспечения концентрации усилий Совета на действительно требующих его внимания случаях представляется, что соответствующие обращения должны быть мотивированы, а круг лиц, которые могут их направлять, должен быть ограничен, например, следующими органами или организациями:

- Банк России;
- ФНС России;
- Федеральная служба по финансовому мониторингу;
- саморегулируемые организации в сфере финансового рынка и иные профессиональные объединения финансовых организаций;
- маркет-мейкеры.

**Вопросы для обсуждения:**

16. Считаете ли вы целесообразным ограничение круга лиц, которые могут направлять обращения в Совет? Пожалуйста, поясните свой ответ.
17. Какие еще органы или организации, по вашему мнению, целесообразно учитывать в рамках приведенного ограничения?
18. Считаете ли вы, что все маркет-мейкеры могут направлять обращения или перечень маркет-мейкеров должен быть ограничен какими-либо критериями (например, отсутствием установленного Банком России факта участия маркет-мейкера в осуществлении деятельности, являющейся неправомерным использованием инсайдерской информации и (или) манипулированием рынком, или наличием у маркет-мейкера определенного уровня квалификации и профессионального опыта)? Пожалуйста, поясните свой ответ.

При этом представляется, что Совет, в случае получения обращений, направленных не Банком России, будет уведомлять Банк России о получении таких обращений и о результатах их рассмотрения.

Во избежание коррупциогенной составляющей представляется, что Совет должен принимать решение в отношении каждого финансового инструмента, информация о котором к нему поступила. При этом принятие таких решений целесообразно осуществлять на основании критериев активного рынка, разработанных Советом, с учетом профессионального суждения его членов.

В целях обеспечения защиты информации ограниченного доступа представляется целесообразным персональное участие членов в деятельности Совета. При этом принятие решений Советом видится в форме проведения очных голосований в отдельных помещениях (комнатах для переговоров), обеспечивающих исключение возможности неправомерного распространения информации о факте и содержании соответствующих обсуждений.

Принимая во внимание тот факт, что в рамках Совета предполагается возникновение (появление) информации, соответствующей критериям инсайдерской<sup>13</sup>, представляется, что создание Совета в перспективе может потребовать внесения корреспондирующих изменений в Федеральный закон № 224-ФЗ.

#### Вопрос для обсуждения:

19. Какие иные меры, направленные на обеспечение защиты информации ограниченного доступа, по вашему мнению, являются целесообразными в рамках деятельности Совета?

Особое внимание в подходе, предусматривающем создание Совета и формирование Списка (подход 1), необходимо уделить вопросу «реабилитации» акций – исключения их из Списка. В этой связи предлагается исключать акции из Списка по решению специальной апелляционной комиссии при Совете на основании мотивированного обращения органов или организаций, которые могут направлять обращения о включении акций в Список, а также эмитента акций, включенных в Список. При этом в апелляционную комиссию для рассмотрения конкретных акций может входить любой член Совета, не принимавший решение об их включении в Список и не имеющий конфликт интересов в отношении таких акций.

#### Вопросы для обсуждения:

20. Какие еще органы или организации, по вашему мнению, могут направлять обращения об исключении акций из Списка?
21. Считаете ли вы целесообразным создание апелляционной комиссии при Совете для рассмотрения обращений об исключении акций из Списка? Пожалуйста, поясните свой ответ.
22. Каков, на ваш взгляд, оптимальный количественный состав апелляционной комиссии при Совете?
23. Должен ли Банк России, по вашему мнению, осуществлять контроль за формированием Списка (например, валидировать критерии, используемые Советом для оценки активности рынков акций)? Пожалуйста, поясните свой ответ.
24. Какова, на ваш взгляд, роль внутреннего контроля, внутреннего аудита и службы управления рисками органа (организации), на базе которого создается Совет (при их наличии в таком органе (организации), в осуществлении контроля за формированием Списка? Должно ли быть определено, по вашему мнению, специальное должностное лицо, осуществляющее соответствующий контроль?
25. Считаете ли вы необходимым создание горячей линии для подачи участниками финансового рынка обращений и жалоб, в том числе на неэтичное поведение членов Совета? Пожалуйста, поясните свой ответ.

<sup>13</sup> В соответствии с пунктом 1 части 1 статьи 2 Федерального закона № 224-ФЗ инсайдерская информация – точная и конкретная информация, которая не была распространена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи (в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну) и распространение которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров (в том числе сведения, касающиеся одного или нескольких эмитентов эмиссионных ценных бумаг, одной или нескольких управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов либо одного или нескольких финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров).

## 2.4. Правила раскрытия Списка и иной информации о деятельности Совета

В целях предотвращения асимметрии информации относительно активности рынка того или иного финансового инструмента и, соответственно, недопущения конкурентного преимущества у владельцев такой информации перед третьими лицами представляется целесообразным раскрытие Списка и изменений в него не позднее 1 рабочего дня с даты принятия соответствующих решений Советом как путем пресс-релизов на главной странице официального сайта органа (организации), при котором создан Совет, так и путем размещения актуального Списка в открытом доступе. При этом представляется целесообразным размещение ссылки на страницу, на которой размещается Список, на главной странице сайта путем специальной маркировки, обращающей внимание на нее заинтересованных лиц.

На странице, на которой размещается актуальный Список, также целесообразно отображение архивных Списков. Отдельного внимания при этом заслуживает состав информации, раскрываемый в Списке.

### Справочно

В соответствии с пунктом 9.5 Положения № 534-П организатор торговли на своем официальном сайте обязан раскрыть список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам. При этом по каждой ценной бумаге в таком списке должна быть указана следующая информация:

- указание на котировальный список, в который включены ценные бумаги, либо указание на то, что ценные бумаги не включены в котировальные списки;
- полное фирменное наименование эмитента (полное название паевого инвестиционного фонда (иностранного инвестиционного фонда), полное фирменное наименование управляющей компании паевым инвестиционным фондом, индивидуальное обозначение, идентифицирующее ипотечные сертификаты участия, и полное фирменное наименование управляющего ипотечным покрытием), а для депозитарных расписок также вид, категория (тип) представляемых ценных бумаг;
- вид, категория (тип) ценной бумаги;
- индивидуальный государственный регистрационный номер выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг (при наличии);
- индивидуальный идентификационный номер выпуска (дополнительного выпуска) биржевых облигаций или российских депозитарных расписок (в случае включения в список биржевых облигаций или российских депозитарных расписок);
- государственный регистрационный номер правил доверительного управления (в случае включения в список инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов или ипотечных сертификатов участия);
- международный код (номер) идентификации ценных бумаг (ISIN) (при наличии);
- дата присвоения государственного регистрационного номера или индивидуального идентификационного номера (за исключением ценных бумаг иностранного эмитента);
- номинальная стоимость ценной бумаги (при наличии) с указанием валюты, в которой выражена номинальная стоимость;
- информация о фактах дефолта эмитента, технического дефолта эмитента.

В целях обеспечения информативности Списка представляется возможным раскрытие в нем только следующих сведений:

- 1) полное фирменное наименование эмитента;
- 2) вид, категория (тип) ценной бумаги;
- 3) индивидуальный государственный регистрационный номер выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг (при наличии);
- 4) дата присвоения государственного регистрационного номера или индивидуального идентификационного номера (за исключением ценных бумаг иностранного эмитента);
- 5) международный код (номер) идентификации ценных бумаг (ISIN) (при наличии);
- 6) дата принятия Советом решения о включении в Список;
- 7) период обращения на торгах, который принимался во внимание для принятия Советом решения о включении акций в Список.

**Вопросы для обсуждения:**

26. Считаете ли вы необходимым раскрытие Списка и изменений в него? Пожалуйста, поясните свой ответ.
27. Как, по вашему мнению, следует маркировать Список на сайте?
28. Какие еще сведения, по вашему мнению, целесообразно предусмотреть для раскрытия в Списке?

Помимо Списка, в целях обеспечения прозрачности деятельности Совета предлагается также осуществлять раскрытие:

- принципов формирования Совета;
- правил формирования и актуализации Списка;
- правил раскрытия Списка.

Вопрос размещения в открытом доступе сведений о членах Совета является дискуссионным. С одной стороны, информация о составе Совета необходима для формирования доверия к принимаемым им решениям. С другой стороны, члены Совета в случае размещения информации о них в открытом доступе могут быть подвергнуты воздействию со стороны третьих лиц, что может негативным образом сказаться на принятии членами Совета независимых решений.

**Справочно**

Например, в рамках деятельности Экспертного совета по листингу ПАО Московская Биржа рассмотренная проблема решается за счет размещения в открытом доступе на официальном сайте ПАО Московская Биржа состава данного экспертного совета, однако сведения о его членах, которые принимали участие в рассмотрении конкретных кейсов, не раскрываются.

**Вопросы для обсуждения:**

29. Считаете ли вы необходимым раскрытие состава Совета в открытом доступе? Пожалуйста, поясните свой ответ.
30. Какую еще информацию о деятельности Совета, по вашему мнению, целесообразно раскрывать?
31. Кто, по вашему мнению, должен осуществлять контроль за раскрытием Списка и изменений в него?

## **2.5. Роль Банка России при реализации различных вариантов подхода 1**

В рамках подхода 1 дискуссионным является не только вопрос целесообразности участия представителей Банка России в принимаемых Советом решениях относительно активности рынков акций, но и вопрос роли Банка России в дальнейшей судьбе таких решений. В частности, в рамках такого подхода могут быть рассмотрены отраженные на схеме 3 варианты указанной роли Банка России (варианты 1.1 и 1.2).

Согласно варианту 1.2 Совет выступает органом, окончательно принимающим решение относительно активности рынков акций, а представители Банка России могут участвовать в принятии Советом таких решений как его члены. При этом представители Банка России могут быть наделены правом вето на решения, принимаемые Советом.

**Вопрос для обсуждения:**

32. Целесообразно ли, по вашему мнению, наделение представителей Банка России в случае их включения в Совет правом вето на решения, принимаемые Советом? Пожалуйста, поясните свой ответ.

С одной стороны, такой вариант в случае включения в состав Совета экспертов, являющихся представителями участников финансового рынка, может способствовать формированию более активной и содержательной позиции участников финансового рынка относительно кри-

териев активного рынка, а также формированию культуры ответственного поведения на финансовом рынке с их стороны в целом. С другой стороны, Банк России ввиду своего особого статуса в конечном счете несет ответственность перед обществом за состояние российского финансового рынка и его отдельных институтов.

Указанное ограничение варианта 1.2 преодолевается в варианте 1.1, в соответствии с которым Совет выступает органом, формирующим рекомендации относительно активности рынков акций, а окончательное решение в данном вопросе остается за Банком России, который в свою очередь вправе как пересмотреть свое первоначальное мнение в связи с поступлением рекомендаций Совета, так и принять решение, отличное от рекомендаций Совета. Представляется, что именно вариант 1.1 является наиболее предпочтительным с учетом особой роли Банка России на финансовом рынке.

В случае если в рамках варианта 1.1 Банком России принимается решение о признании рынка акций неактивным на основании соответствующих рекомендаций Совета, представляется, что такие акции должны вноситься в размещаемый в открытом доступе Список, с тем чтобы все финансовые организации и иные участники финансового рынка находились в равных условиях доступа к такой информации и, соответственно, своевременно могли переоценить справедливую стоимость своих портфелей на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3. Однако в ситуации, когда окончательное решение Банка России не соответствует рекомендациям Совета, встает вопрос о правомерности включения акций в Список.

С одной стороны, включение акций в Список (вариант 1.1.1 на схеме 3) с учетом его предполагаемой публичности, по сути, будет являться способом одновременного доведения информации о неактивности соответствующего рынка до всех участников финансового рынка. При этом, как и в варианте 1.2 на схеме 3, в таком случае (в связи с включением сведений об акциях в Список) все финансовые организации будут обязаны переоценить справедливую стоимость соответствующих вложений на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3.

С другой стороны, включение акций в Список на основании решения Банка России, которое не поддерживается Советом, в некотором роде будет дискредитировать Совет и в конечном счете поставит под вопрос целесообразность его существования. В связи с этим к рассмотрению также предлагается вариант 1.1.2 на схеме 3, в рамках которого Банк России в случае принятия соответствующего решения принимает надзорные меры, направленные на переоценку справедливой стоимости акций, рынок которых признан им неактивным, на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3 в отношении конкретной финансовой организации, в портфеле которой имеются такие акции. Список при этом не изменяется.

#### Вопросы для обсуждения:

33. Какой из вариантов в рамках подхода 1.1 (Совет в роли рекомендательного органа для принятия Банком России окончательных решений), приведенный на схеме 3: 1.1.1 (с внесением сведений об акциях в Список) или 1.1.2 (без внесения сведений об акциях в Список) – по вашему мнению, является наиболее предпочтительным? Пожалуйста, поясните свой ответ.
34. В случае выбора варианта 1.1.2 на схеме 3 считаете ли вы целесообразным информирование других финансовых организаций о принятом Банком России решении о признании рынка акций неактивным? Каким образом, по вашему мнению, целесообразно осуществлять такое информирование?
35. Какая роль, по вашему мнению, должна быть отведена Банку России в рамках реализации подхода 1 (вариант 1.1 или 1.2)?
36. Целесообразно ли, по вашему мнению, участие представителей Банка России в деятельности Совета в качестве его членов в рамках варианта 1.1 на схеме 3? Пожалуйста, поясните свой ответ.

## 2.6. Сравнительный анализ предлагаемых подходов

В целях создания правовых условий для применения схемы 3 может потребоваться внесение изменений в регулирование, предусматривающее требования к расчету собственных

и иных средств или других пруденциальных нормативов финансовых организаций<sup>14</sup>, в том числе в части установления запрета на принятие финансовыми организациями для соответствующих целей некорректируемых биржевых котировок по акциям, включенным в Список, в качестве наилучшей оценки их справедливой стоимости.

**Вопросы для обсуждения:**

37. В какие еще нормативные акты потребуется внесение изменений в рамках изложенных подходов?
38. Каков, по вашему мнению, оптимальный срок вступления в силу указанных регуляторных изменений?

Отдельного внимания, например, в подходе 1 (в частности, в вариантах 1.1.1 и 1.2) заслуживает вопрос оптимального временного периода с даты включения акций в Список, в течение которого финансовая организация должна будет переоценить справедливую стоимость таких акций на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3. С учетом того что при включении акций в Список со стороны финансовой организации не предполагается отказ от инвестирования в такие акции или от определения по ним справедливой стоимости, представляется, что финансовая организация должна будет произвести переоценку справедливой стоимости на основании исходных данных иного уровня максимально оперативно, например не позднее трех рабочих дней с даты включения акций в Список. При этом такая переоценка может привести к снижению размеров пруденциальных нормативов, в том числе ниже установленных в регулировании пороговых значений, и, соответственно, к несоблюдению финансовой организацией регуляторных требований. Это может потребовать со стороны финансовой организации доформирования указанных нормативов до установленных регулированием значений, что в свою очередь может занять немалое количество времени.

**Вопросы для обсуждения:**

39. В какой срок с даты включения акций в Список, по вашему мнению, финансовой организации следует переоценить справедливую стоимость акций на основании исходных данных Уровня 2 или Уровня 3?
40. Полагаете ли вы возможным в целях оперативности такой переоценки использовать аутсорсинг, услуги Ценового центра НКО АО НРД, услуги иных институтов финансового рынка, осуществляющих определение стоимости активов? Пожалуйста, поясните свой ответ.
41. Каковы, по вашему мнению, условия доверия финансовых организаций к оценкам, предоставляемым Ценовым центром НКО АО НРД, иными институтами финансового рынка, осуществляющими определение стоимости активов?
42. Какой подход, по вашему мнению, наиболее целесообразен применительно к сроку, в течение которого финансовая организация должна будет привести свои пруденциальные нормативы в соответствие с требованиями регулирования: установление на уровне нормативных актов Банка России единого срока или установление сроков в зависимости от ситуации конкретной финансовой организации, например в рамках предписаний Банка России?

<sup>14</sup> Например, Положение № 511-П, Указание Банка России от 22.03.2019 № 5099-У «О требованиях к расчету размера собственных средств при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также при получении лицензии (лицензий) на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг», Указание Банка России от 19.07.2016 № 4075-У «О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании», Указание Банка России от 31.10.2018 № 4954-У «О порядке расчета текущей стоимости активов и стоимости чистых активов, составляющих пенсионные накопления, порядке и сроках расчета стоимости активов, составляющих пенсионные резервы, и совокупной стоимости пенсионных резервов негосударственного пенсионного фонда», Указание Банка России от 22.02.2017 № 4298-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов».

Подход 1 уступает подходу 2 по оперативности произведения финансовыми организациями корректировок справедливой стоимости акций, включенных в Список, поскольку предусматривает временные затраты на верификацию мнения Банка России путем направления соответствующего обращения в Совет. Кроме того, представляется, что создание Совета, в частности на базе рыночного института, может повлечь удорожание отдельных услуг на финансовом рынке.

#### **Вопрос для обсуждения:**

43. Считаете ли вы допустимым удорожание отдельных услуг на финансовом рынке при условии сопутствующего повышения степени информированности участников финансового рынка об активности рынков акций, обращающихся на российских организованных торгах? Пожалуйста, поясните свой ответ.

При этом в сравнении с подходом 2, в рамках которого не предполагается создания Совета и формирования Списка, подход 1 имеет ряд важных для развития российского финансового рынка преимуществ. Во-первых, в случае привлечения к участию в деятельности Совета экспертизы участников финансового рынка в перспективе за счет обеспечения причастности участников финансового рынка к формированию критически важных решений имплементация такого подхода будет способствовать формированию культуры ответственного поведения на финансовом рынке. Во-вторых, подход 1 предполагает равный доступ к информации о неактивности рынков акций не только для финансовых организаций, но для розничных инвесторов, что в свою очередь направлено в том числе на обеспечение защиты прав инвесторов на финансовом рынке, их равенство на финансовом рынке.

#### **Общие вопросы для обсуждения по разделу 2 главы 2:**

44. Целесообразно ли, по вашему мнению, формирование Списка? Пожалуйста, поясните свой ответ.
45. В каких еще областях, по вашему мнению, целесообразно использование информации, предоставляемой для включения в Список (например, при принятии инвесторами инвестиционных решений и установлении лимитов на контрагентов; для расчета в целях налогового учета рыночной стоимости акций, обращающихся на российских организованных торгах; для осуществления обратного выкупа акций, обращающихся на российских организованных торгах, по текущим рыночным ценам; для оценки справедливой стоимости облигаций, обращающихся на российских организованных торгах; для определения стоимости инвестиционных паев открытых паевых инвестиционных фондов при их погашении; другое)?
46. Какой из предлагаемых подходов (1 или 2), по вашему мнению, является наиболее эффективным для решения проблемы, представленной в главе 1 настоящего доклада? Пожалуйста, поясните свой ответ.
47. Какие, по вашему мнению, ограничения (риски) существуют у каждого из предлагаемых подходов? Пожалуйста, поясните свой ответ.
48. Какие, по вашему мнению, последствия для финансовых организаций в зависимости от сектора финансового рынка возникают при имплементации каждого из предлагаемых подходов?
49. Есть ли у вас альтернативное предложение по решению проблемы, представленной в главе 1 настоящего доклада?



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках настоящего доклада проблема недобросовестной оценки финансовыми организациями справедливой стоимости активов рассмотрена исключительно через призму критериев активного рынка. В связи с этим ни один из предлагаемых в рамках настоящего доклада подходов не позволит решить указанную проблему в полном объеме, поскольку они не затрагивают вопросы оценки справедливой стоимости активов, исходные данные по которым относятся к Уровню 2 или Уровню 3 в иерархии справедливой стоимости, обсуждению которых, как представляется, может быть посвящен самостоятельный доклад для общественных консультаций.

Кроме того, предлагаемые в рамках настоящего доклада подходы рассматриваются только применительно к акциям, обращающимся на российских организованных торгах, иные виды активов не рассматриваются. Необходимо отметить, что вопросы оценки справедливой стоимости иных видов активов, например корпоративных облигаций, поднимались и в рамках Обследования, и в ходе деятельности Рабочей группы, однако в настоящее время соответствующие предложения не сформированы в достаточной степени, позволяющей обсудить их с участниками финансового рынка в рамках доклада для общественных консультаций.

Банк России рассчитывает на конструктивное обсуждение поставленных в настоящем докладе вопросов со стороны экспертного сообщества финансового рынка, результаты которого могли бы использоваться при формировании оптимальных подходов к решению проблемы недобросовестной оценки финансовыми организациями справедливой стоимости активов в целом.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1

#### **Набор критериев активности организованных рынков финансовых инструментов, сформированный Рабочей группой**

1	Информация о текущих ценах (котировках) является публичной и обновляемой на регулярной основе
2	На определенном временном интервале, предшествующем дате расчета справедливой стоимости финансового инструмента, совершено не менее определенного количества сделок не менее определенного суммарного объема, распределенных не менее чем по определенному количеству торговых дней
3	Стабильность показателей количества сделок и объема торгов от периода к периоду
4	Количество участников торгов
5	Наличие маркет-мейкеров
6	Количество маркет-мейкеров
7	Волатильность котировок
8	Бета (корреляция с индексом)
9	Спред между котировками на продажу и покупку
10	Показатель free-float
11	Наличие сделок репо с финансовым инструментом
12	Размер открытых позиций в биржевых ПФИ на финансовый инструмент
13	Наличие ликвидного рынка депозитарных расписок на финансовый инструмент
14	Нахождение финансового инструмента в котировальном списке организатора торговли
15	Нахождение инструмента в индексах организаторов торговли
16	Скорость совершения сделок
17	Средние размеры лота
18	Отношение объема открытой позиции к объему торгов
19	Коэффициенты оборачиваемости
20	Коэффициенты ликвидности Амивеста, Амихуда и Рональдо
21	Концентрация инструмента в портфеле одного лица (группы)

## Приложение 2

### **Вопросник на IOSCO Knowledge Sharing Platform по теме «Международный опыт в части установления критериев активности рынков финансовых инструментов»**

1. Какие подходы использованы в национальном регулировании в части установления критериев активности рынков: зафиксированы количественные критерии и/или предусмотрены подходы, которыми финансовым организациям следует руководствоваться при самостоятельном установлении критериев во внутренних документах, или иное?
2. Какие критерии, как правило, используются участниками финансового рынка, включая его регуляторов?
3. Зависит ли набор критериев и их значения:
  - от вида финансового инструмента (акции, облигации, инвестиционные паи, производные финансовые инструменты);
  - от качественных характеристик эмитента ценных бумаг/лица, обязанного по ценным бумагам;
  - от показателя free-float по финансовому инструменту?
4. Используются ли критерии применительно к внебиржевым рынкам финансовых инструментов?
5. Целесообразно ли использование данных адресных биржевых торгов для оценки степени активности рынков финансовых инструментов?
6. Каким образом организаторы торговли раскрывают инвесторам информацию о ценах финансовых инструментов, складывающихся на их торгах: имеет ли место корректировка ценовых показателей с учетом степени активности рынков финансовых инструментов?

## Приложение 3

**Liquidity characteristics, criteria and metrics. Table 2**

	Characteristic	Criteria	Examples of metrics/measures	
Asset characteristics	Asset quality	Probability of default	Ratings	
			Spreads	
			Price drops during distress	
		Flight to quality (performance during distress)	Performance relative to risk-free asset	
			Correlation with financial stress	
			Implied and actual volatility	
	Transparency and standardisation	Volatility	Duration/time to maturity	
			Collateral eligibility	
		Standardisation	Eligible/haircuts at FMIs*	
			Across private counterparties	
Market structure characteristics	Price transparency	Small number of standardised product types		
		Standardised risk modelling		
	Trading venues	Well understood risk properties		
		Pre-trade pricing broadly available		
	Active and sizeable market	Post-trade pricing broadly available		
		Electronic (including hybrids)		
	Market participation	Exchange-traded		
		Size	Volumes (number of trades and dollar value)	
Market liquidity	Liquidity	Depth/ price impact of trading	Outstandings	
			Repo financing available	
		Breadth	Other secured/forward financing	
			Related hedging markets	
		Immediacy	Breadth of investors (low concentration)	
			Large number of active market makers	
			Amihud ratio (price changes relative to volume)	
				Autocorrelations of returns
				Effective bid-ask spreads (ex post)
		Quoted bid -ask spreads (ex ante)		
		Average number of trades per day		
		Number of days with zero return/ volume		

Financial Market Infrastructures – FMIs could include payment systems, central securities depositories, securities settlement systems, trade repositories and central counterparties.

## Приложение 4

### **Компании, входящие в индекс МосБиржи (по состоянию на 20.03.2020)**

- ПАО «Газпром»
- ПАО Сбербанк
- ПАО «НК «ЛУКОЙЛ»
- ПАО «ГМК «Норильский никель»
- Яндекс Н. В.
- ПАО «Татнефть»
- ПАО «НК «Роснефть»
- ПАО «НОВАТЭК»
- ПАО «Сургутнефтегаз» (прив.)
- ПАО «Магнит»
- АО «Полиметалл»
- ПАО «Сургутнефтегаз»
- X5 Retail Group
- ПАО «Мобильные ТелеСистемы»
- ПАО АК «АЛРОСА»
- ПАО «Группа Компаний ПИК»
- ПАО АФК «СИСТЕМА»
- ПАО «ФосАгро»
- ПАО «ФСК ЕЭС»
- ПАО «Группа ЛСР»
- Объединенная компания «РУСАЛ»
- ПАО «Транснефть» (прив.)
- ПАО «РусГидро»
- ПАО «Ростелеком»
- ПАО «Аэрофлот»
- ПАО Московская Биржа
- ПАО «Полюс»
- ПАО Сбербанк (прив.)
- ПАО «Интер РАО»
- ПАО «Московский кредитный банк»
- ПАО «Татнефть» (прив.)
- ПАО «ММК»
- ПАО «Северсталь»
- ПАО «Детский мир»
- ПАО «НЛМК»
- ПАО «ВТБ Банк»
- ПАО «Юнипро»
- TCS Group Holding (ТиСиЭс Груп Холдинг)

## Приложение 5

### **Компании, входящие в индекс MSCI Russia (по состоянию на 20.03.2020)**

- ПАО «НК «ЛУКОЙЛ»
- ПАО Сбербанк
- ПАО «Газпром»
- ПАО «Татнефть»
- ПАО «НОВАТЭК»
- ПАО «ГМК «Норильский никель»
- ПАО «НК «Роснефть»
- ПАО «Магнит»
- ПАО «Сургутнефтегаз» (прив.)
- ПАО АК «АЛРОСА»
- ПАО «Мобильные ТелеСистемы»
- X5 Retail Group
- ПАО «Сургутнефтегаз» (обыкн.)
- АО «Полиметалл»
- ПАО «Полюс»
- ПАО «Северсталь»
- ПАО «Интер РАО»
- ПАО «НЛМК»
- ПАО Московская Биржа
- ПАО «ВТБ Банк»
- ПАО «ФосАгро»
- ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат»
- ПАО «Транснефть»

## Приложение 6

### **Страны, входящие в глобальный фондовый индекс *Thompson Reuters***

- Австралия
- Австрия
- Аргентина
- Бахрейн
- Бельгия
- Бразилия
- Венгрия
- Вьетнам
- Германия
- Гонконг
- Греция
- Дания
- Египет
- Израиль
- Индия
- Индонезия
- Ирландия
- Испания
- Италия
- Канада
- Катар
- Китай
- Корея
- Кувейт
- Малайзия
- Марокко
- Мексика
- Нидерланды
- Новая Зеландия
- Норвегия
- Объединенные Арабские Эмираты
- Оман
- Пакистан
- Польша
- Португалия
- Россия
- Сингапур
- Соединенное Королевство
- Соединенные Штаты Америки
- Таиланд
- Тайвань
- Турция
- Филиппины
- Финляндия
- Франция
- Чехия
- Чили
- Швейцария
- Швеция
- Южная Африка
- Япония