



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



2018 год

Доклад
для общественных
консультаций

О КОНЦЕПТУАЛЬНЫХ ПОДХОДАХ
К РЕГУЛИРОВАНИЮ ВОПРОСОВ
ЛИСТИНГА И ВКЛЮЧЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ
В КОТИРОВАЛЬНЫЕ СПИСКИ

МОСКВА

Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 30 июля 2018 г. включительно по электронным адресам: *streltsovpv@cbr.ru* и *yakushinaf@cbr.ru*.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	2
1. ОБЩИЙ ПОДХОД К РЕГУЛИРОВАНИЮ ЛИСТИНГА	4
Регулирование листинга в Российской Федерации	6
2. НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ ЛИСТИНГА ОБЛИГАЦИЙ	10
2.1. Модель регулирования листинга	10
2.2. Сохранение, объединение или отказ от котировальных списков для облигаций.....	11
2.3. Использование кредитных рейтингов для включения облигаций в котировальный список	13
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	17
ПРИЛОЖЕНИЯ	18
Приложение 1. Сводная информация о требованиях к допуску облигаций на основных мировых биржевых площадках	18
Приложение 2. Объем торгов облигациями на крупнейших иностранных площадках за 2017 год.....	19
Приложение 3. Перечень законодательных актов, положения которых включают указание котировального списка определенного уровня	20

ВВЕДЕНИЕ

Фондовые биржи, являясь ключевым элементом инфраструктуры обращения ценных бумаг, осуществляют концентрацию спроса и предложения на инструменты фондового рынка, предоставляя возможность сведения на равных, публичных и заранее установленных условиях интересов продавцов и покупателей ценных бумаг и упорядоченного заключения сделок. На организованных торговых площадках происходит трансформация инвестиций в капитал и его перераспределение между участниками торгов, отраслями промышленности, секторами экономики и даже между государствами.

Хотя акции остаются ключевым активом, обращающимся на фондовых биржах, развитие технологий вовлекает в оборот биржевых торгов все новые и новые классы ценных бумаг, в том числе облигации. При этом такая сущность биржевого рынка акций, как листинг, «прижилась» и на рынке облигаций.

Облигации и акции по своей природе – принципиально разные финансовые инструменты, что неминуемо отражается на содержательной стороне процесса их листинга. В то время как восприятие листинга акций инвесторами и эмитентами сформировано многолетней практикой функционирования фондовых бирж, на рынке облигаций этот процесс не завершен, и само понятие листинга облигаций может сильно варьироваться от биржи к бирже.

Одной из устоявшихся целей листинга облигаций является обеспечение уверенности инвесторов в том, что выпуск облигаций осуществлен в соответствии с установленными правилами, в отношении таких ценных бумаг и их эмитентов раскрывается информация, а также то, что в отношении их обращения действуют требования и механизмы, направленные на предотвращение манипулирования и инсайдерской торговли.

В ряде юрисдикций применение процедуры листинга позволяет в значительной степени минимизировать возможности выхода на организованный рынок ценных бумаг недобросовестных компаний, снижая инвестиционные риски покупателей данных бумаг. Сами правила листинга обычно формируются актами регулятора рынка ценных бумаг и дополняются положениями фондовой биржи. При этом контроль за соблюдением эмитентом правил листинга возлагается на фондовую биржу.

Принимая во внимание наличие сущности биржевого листинга, инвесторы включают этот критерий в свои инвестиционные ограничения, что позволяет им снижать издержки, связанные с анализом возможных к приобретению ценных бумаг в виде совокупности листингованных выпусков. В этом случае принятие листинга как необходимого критерия работает по аналогии с использованием кредитных рейтингов, когда для более детального анализа принимаются только ценные бумаги с определенным уровнем минимального рейтинга.

Со стороны регуляторов также существует практика использования листинга в качестве ограничителя риск-аппетитов отдельных категорий инвесторов. Как правило, критерий листинга используется в отношении сложных ценных бумаг, в том числе выпущенных за пределами юрисдикции, в которой осуществляется надзор.

Вне зависимости от того, как используется листинг инвесторами (добровольно или в связи с регуляторными требованиями), чрезвычайно важно одинаковое понимание эмитентами, регулятором, биржей и инвесторами того, что именно включено в понятие листинга и как работает процедура листинга (делистинга) на конкретной фондовой бирже. Единое понимание должно касаться как процедурной, так и сущностной составляющей листинга. Разночтения в этом вопросе могут приводить к существенным искажениям в регулировании, создавать необоснованный регуляторный ар-

битраж между сегментами фондового рынка, а также приводить к потерям инвесторов, рассматривающих листинг как достаточное, а не необходимое условие для включения ценных бумаг в свои инвестиционные портфели. Мы на практике столкнулись с такими явлениями на российском фондовом рынке, что и стало причиной выпуска настоящего консультативного доклада.

Принимая во внимание опыт развития зарубежных рынков капитала, происходящие в настоящее время в Российской Федерации изменения в регулировании инвестирования средств институциональных инвесторов, связанные с переходом от использования котировальных списков бирж к наличию рейтинга определенного уровня для целей формирования активов, разрешенных для инвестирования средств пенсионных накоплений, а также развитие отечественной рейтинговой индустрии и планируемую реформу регулирования аудиторской индустрии, представляется важным переосмыслить концептуальные подходы к регулированию вопросов листинга, в частности включения долговых ценных бумаг (облигаций) в котировальные списки.

В рамках настоящего доклада рассматриваются подходы к регулированию вопросов листинга, в том числе включения облигаций в котировальные списки, а также вопросы, которые Банк России считает необходимым обсудить с профессиональным сообществом в целях выработки подходов к дальнейшему развитию регулирования процедуры листинга (делистинга) облигаций.

1. ОБЩИЙ ПОДХОД К РЕГУЛИРОВАНИЮ ЛИСТИНГА

На глобальных рынках капитала существуют различные модели разделения функций между финансовыми регуляторами и фондовыми биржами по установлению требований, при соблюдении которых ценные бумаги могут быть допущены к торгам, то есть проведен их листинг, а также по проверке соответствия ценных бумаг требованиям листинга. В большинстве случаев такие требования устанавливаются на основе норм законодательства самими биржами в правилах листинга, и последующая проверка соответствия ценных бумаг правилам листинга осуществляется фондовыми биржами самостоятельно.

В странах Европейского союза (ЕС) законодательством предусмотрено разделение на регулируемые и нерегулируемые рынки ценных бумаг¹. На регулируемых рынках допуск ценных бумаг осуществляется с учетом соответствия эмитента и выпуска ценных бумаг требованиям директив ЕС, национального законодательства государства – участника ЕС и регулируется соответствующим компетентным органом. Нерегулируемые рынки основаны на принципах саморегулирования, и для них биржи самостоятельно устанавливают облегченные, менее строгие требования по допуску ценных бумаг к торгам (как правило, для небольших растущих компаний и невысоких объемов привлечения капитала).

Для допуска облигаций на регулируемые рынки в странах ЕС должны соблюдаться базовые требования европейских директив и национального законодательства о ценных бумагах:

- соблюдение эмитентом требований законодательства страны инкорпорирования;
- наличие утвержденного уполномоченным органом проспекта;
- возможность свободного обращения облигаций, отсутствие ограничений на отчуждение долговых ценных бумаг после их приобретения;

- раскрытие эмитентом определенной законодательством информации.

Примером страны, в которой первичное включение ценных бумаг в официальный листинг осуществляется органом регулирования, является Великобритания². Однако для включения в листинг (допуска к торгам) Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange, LSE) эмитент должен быть включен в официальный лист, а также удовлетворять ряду требований, устанавливаемых биржей.

Помимо того, что эмитенты, ценные бумаги которых допускаются к торгам, должны соответствовать базовым требованиям национального и европейского законодательства, биржи могут по своему усмотрению вводить определенные дополнительные требования к эмитентам и их ценным бумагам в целях более гибкого и глубокого сегментирования рынков и предоставления как эмитентам, так и инвесторам дополнительных сервисов и информации для принятия решений.

Такие требования подразделяются в основном на требования к самому эмитенту ценных бумаг, а также к их ценным бумагам, в том числе объему выпуска таких ценных бумаг. Так, во многих странах биржи создают «премиальные» рынки, в которые включаются ценные бумаги эмитентов, которые должны соответствовать дополнительным, более высоким требованиям, установленным биржей. При этом понятие котировальных списков как таковое для облигаций на зарубежных площадках практически не используется.

Применительно к облигациям такие дополнительные требования листинга могут включать в том числе наличие определенной истории существования компании, требования

¹ Директива Европейского парламента и Совета Европейского союза №2014/65/EU «О рынках финансовых инструментов» (MiFID 2).

² Согласно руководству по листингу на Лондонской фондовой бирже Управлением Великобритании по листингу (UKLA) (подразделение Управления по надзору за поведением на финансовых рынках Великобритании (FCA) осуществляется рассмотрение и утверждение проспекта ценных бумаг, а также включение ценных бумаг в официальный лист в случае их соответствия критериям допуска.

к финансовой устойчивости, требования к наличию кредитного рейтинга определенного уровня, величину рыночной капитализации и другое (перечень требований к допуску облигаций, используемых некоторыми зарубежными биржами, приведен в Приложении 1).

Соответствие дополнительным требованиям и обращение ценных бумаг на «премиальных» рынках дают инвесторам определенную информацию об инвестиционном качестве эмитентов. В свою очередь, листинг на более высоких по сравнению со «стандартными» требованиями по листингу в условиях эффективного рынка, как правило, означает для эмитента более высокую ликвидность, более простое привлечение нового капитала, а также имеет определенную репутационную ценность.

Таким образом, сегментация эмитентов и ценных бумаг на биржевой площадке облегчает первичный анализ эмитента и/или его ценных бумаг инвестором и является определенным сервисом со стороны бирж.

Дополнительным подтверждением признания определенной надежности и ликвидности ценных бумаг, прошедших листинг, служат рекомендации Базельского комитета по банковскому надзору (Базель III³) по признанию в капитале кредитных организаций высоколиквидных активов, обладающих высоким инвестиционным качеством.

Следует отметить, что рынок долговых ценных бумаг в большинстве стран в основном является внебиржевым, а число торговых площадок, предоставляющих возможность листинга облигаций, торговли облигациями, относительно невелико.

Так, по данным Всемирной федерации бирж за 2017 год, основной объем торгов облигациями приходился на следующие биржевые площадки: Лондонскую фондовую биржу (LSE Group) (33% от суммарного объема торгов по всем биржам, на которых осуществлялись торги облигациями⁴), Московскую Биржу (17,3%

от объема торгов), Испанскую фондовую биржу (BME) (17,2% от объема торгов), Корейскую фондовую биржу (7,7% от объема торгов), Йоханнесбургскую фондовую биржу (7,5% от объема торгов) и фондовую биржу Nasdaq (6,1% от объема торгов) (более подробная информация об объемах торгов облигациями на основе данных Всемирной федерации бирж представлена в приложении 2).

Соответственно, в странах, в которых облигации размещаются на биржах, листинг облигаций, как правило, состоит из единого списка и не подвергается делению на котировальные списки (например, на Лондонской фондовой бирже, Нью-Йоркской фондовой бирже, фондовой бирже Nasdaq, Испанской фондовой бирже, Корейской фондовой бирже и других). Но на многих торговых площадках предусмотрено сегментирование списка облигаций и деление на рынки.

В частности, на Ирландской фондовой бирже предусмотрены два рынка для облигаций: регулируемый рынок (Main Securities Market, MSM) и рынок, регулируемый самой биржей (Global Exchange Market, GEM). Аналогично фондовая биржа Осло разделяет торги на два рынка: регулируемый рынок (Oslo bors) и альтернативный саморегулируемый рынок для облигаций и краткосрочных инструментов с фиксированной доходностью и упрощенной процедурой листинга (Nordic ABM). В свою очередь, Nordic ABM разделен на два сегмента: для розничных (Nordic ABM Retail) и профессиональных инвесторов (Nordic ABM Professional). Фондовая биржа Осло отдельно выделяет «Список зеленых выпусков облигаций» (Green bonds).

На основных мировых площадках с максимальной ликвидностью и значительным объемом размещений облигаций, как правило, используются следующие критерии допуска долговых ценных бумаг (см. Приложение 1):

- отсутствие ограничений на обращение ценных бумаг;
- объем выпуска (на большинстве бирж, за исключением Испанской и Йоханнесбургской фондовых бирж);
- срок существования эмитента (Лондонская фондовая биржа, Нью-Йоркская фондовая биржа, фондовая биржа NASDAQ, Корейская биржа, Франкфуртская фондовая биржа);

³ Базель III – свод мер, разработанных Базельским комитетом по банковскому надзору в ответ на финансовый кризис 2007–2009 гг., признанный на международном уровне и включающий в себя набор рекомендаций в сфере банковского регулирования (<https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>).

⁴ По данным Всемирной Федерации бирж (WFE) за 2017 год.

- размер акционерного (уставного) капитала эмитента (Корейская биржа, Франкфуртская фондовая биржа, NASDAQ Nordic);
- срок погашения облигаций (Шанхайская и Колумбийская фондовые биржи);
- требования к рейтингу выпуска облигаций (Нью-Йоркская фондовая биржа и фондовая биржа NASDAQ, в случае если акции эмитента облигаций не торгуются на указанных биржах).

При этом листинг облигаций представлен единым списком без деления на котировальные списки. Разделение на различные рынки связано, как правило, с наличием «нерегулируемых» в соответствии с MiFID торговых площадок для ценных бумаг небольших растущих компаний, для которых не применяются общие правила по раскрытию информации, а также секторов для торговли ценными бумагами, предназначенных для профессиональных инвесторов.

Регулирование листинга в Российской Федерации

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» определяет листинг ценных бумаг как включение ценных бумаг организатором торговли в список ценных бумаг, допущенных к организованному торгам для заключения договоров купли-продажи, в том числе включение ценных бумаг биржей в котировальный список⁵. Сам список ценных бумаг, допущенных к организованному торгам, разделен на три уровня: котировальные списки первого и второго уровней и некотировальная часть списка, представленная третьим уровнем.

Требования к листингу (делистингу) ценных бумаг в Российской Федерации в настоящее время имеют двухуровневую структуру. Так, на уровне регулирования нормативным актом Банка России установлены общие требования к допуску ценных бумаг к организованным торгам⁶ (требования, которым должны удовлетворять эмитенты и их ценные бумаги при включении, поддержании в списке ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, и условия

исключения ценных бумаг из такого списка), а также закреплены некоторые конкретные требования по допуску финансовых инструментов в котировальный список первого (высшего) и второго уровней.

Вместе с тем законодательством Российской Федерации биржам делегировано право устанавливать дополнительные требования к ценным бумагам, включаемым в котировальные списки, а также принимать решения о включении ценных бумаг в некотировальную часть списка.

Соответствующие требования устанавливаются в правилах листинга организаторов торговли, которые регистрируются в Банке России и должны соответствовать общим требованиям вышеуказанного нормативного акта.

При этом биржи обязаны осуществлять контроль за соответствием допущенных к торгам ценных бумаг и эмитентов (обязанных лиц) правилам листинга бирж.

Процедура государственной регистрации выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг Банком России⁷ является средством государственного контроля и регулирования рынка ценных бумаг, за счет которого снижаются базовые правовые риски, связанные с эмиссией ценных бумаг.

Листинг ценных бумаг на бирже обеспечивает дополнительный контроль организатора торговли за соответствием ценных бумаг требованиям законодательства и дополнительным требованиям, установленным правилами листинга. Такие требования на базовом уровне включают в том числе требования по раскрытию эмитентами информации, по раскрытию биржей сведений об эмитенте и о допущенных им существенных нарушениях требований законодательства по раскрытию информации и предоставление на постоянной основе свободного доступа инвесторов к ней.

Котировальные списки, в свою очередь, классифицируют эмитентов и отдельные выпуски их ценных бумаг с точки зрения инвестиционного качества.

⁵ Статья 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

⁶ Положение Банка России от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам».

⁷ Статьей 27.5-2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» предусмотрены особенности эмиссии и обращения биржевых и коммерческих облигаций.

Однако на практике имеют место случаи формального подхода биржи к включению ценных бумаг в премиальный котировальный список, поэтому включение ценных бумаг того или иного эмитента в листинг (котировальный список) не может являться полноценной гарантией отсутствия у эмитента нарушений того или иного рода или служить окончательным подтверждением инвестиционной привлекательности. Поэтому инвестору надо четко понимать, как глубоко изучает эмитента биржа в рамках процедуры листинга, а не просто полагаться на то, что биржа через листинг декларирует качество инструмента, что оказывается верным далеко не в каждом случае.

Хотя инвестор самостоятельно принимает на себя рыночные риски, связанные с инвестированием средств при принятии инвестиционного решения, массовое привлечение биржами на рынок облигаций инвесторов – физических лиц, не имеющих специальной подготовки для проведения полноценного финансового анализа раскрываемой эмитентом информации, повышает ответственность биржи за надлежащее позиционирование и проведение листинга облигаций, так как неподготовленные инвесторы по факту воспринимают листинг, так же как и рейтинг, в качестве достаточного условия для инвестирования.

Развитие финансового рынка Российской Федерации происходило с учетом общемировых трендов, а также локальных особенностей и специфики экономических отношений между участниками рынка. Предпосылки к созданию различных уровней котировальных списков формировались в том числе с учетом следующих обстоятельств.

Функционирование рыночных механизмов должно побуждать инвесторов при принятии инвестиционного решения проводить тщательный анализ объектов инвестирования на основе раскрываемой на рынке ценных бумаг информации, а эмитентов – осуществлять адекватное раскрытие информации для обеспечения инвесторов базой для принятия информированного решения. В случае если эмитент не обеспечивает достаточный уровень раскрытия информации или корпоративного управления, это может служить сигналом для инвесторов воздержаться от инвестиций в соответствующие

инструменты, при этом для эмитента возможности привлечения средств на рынке снижаются, а стоимость такого привлечения возрастает.

В то же время механизмы листинга и его разделение на определенные сегменты, в том числе котировальные списки различных уровней, предназначены прежде всего для облегчения процесса проведения быстрого первичного анализа эмитентов инвесторами, в том числе институциональными. Теоретически чем выше уровень требований, которым должны соответствовать эмитенты и их ценные бумаги, тем более качественными при прочих равных являются такие объекты инвестирования.

С этим связаны особенности регулирования или обычаи делового оборота, определяющие подходы к инвестированию средств институциональных инвесторов.

Стоит отметить, что в мировой практике подходы, определяющие инвестирование средств институциональных инвесторов в ценные бумаги, включенные в листинг, как правило, определяются в инвестиционных декларациях. В большинстве стран ОЭСР⁸ отсутствует регуляторное требование по использованию соответствующих уровней котировального списка облигаций в качестве критерия, установленного в инвестиционных политиках институциональных инвесторов, допускающего принятие решения об инвестициях в ценные бумаги. Так, в 18 странах ОЭСР, среди которых США, Люксембург, Великобритания, Япония, Канада, Израиль, нет никаких ограничений на инвестирование средств институциональных инвесторов в долговые ценные бумаги. Вместе с тем в некоторых странах, не являющихся членами ОЭСР, существует законодательно установленное требование по инвестированию средств институциональных инвесторов в облигации с соответствующим уровнем кредитного рейтинга (Россия, Пакистан, Кения).

В отношении отдельных инвесторов законодательством Российской Федерации установлены специальные требования (возможность инвестирования в облигации, включенные в котировальный список первого (высшего) уровня), призванные обеспечить дополнительную защи-

⁸ На основании данных исследования ОЭСР «Annual Survey of investment regulation of pension funds 2016».

ту инвестируемых средств⁹. Например, согласно действующему законодательству собственные средства (капитал) и средства страховых резервов страховщиков могут быть инвестированы только в ценные бумаги, которые включены в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одной российской биржей.

До 1 января 2018 г. требования регулирования¹⁰ предусматривали возможность инвестирования средств пенсионных накоплений в облигации, включенные в котировальный список бирж высшего уровня.

При установлении соответствующих норм учитывается необходимость обеспечить вложения средств институциональных инвесторов исключительно в качественные активы, исходя из того, что собственные компетенции и мотивация управляющих пенсионными накоплениями не полностью соответствуют задаче эффективного управления средствами будущих пенсионеров.

При этом эмитентам, чьи ценные бумаги включены в котировальные списки, были доступны дополнительное фондирование и ликвидность на рынке капитала. То есть использование такого подхода создавало для эмитентов дополнительные стимулы для включения их ценных бумаг в котировальные списки более высокого уровня для облегчения доступа к средствам крупных институциональных инвесторов. Однако при этом институциональ-

ные инвесторы не в полной мере могли задействовать основанный на оценке рисков подход к формированию инвестиционного портфеля. Так, облигации определенных высоконадежных эмитентов в силу несоблюдения требований к корпоративному управлению не могли быть включены в котировальный список первого уровня, и, соответственно, в их отношении действовали ограничения по инвестированию средств институциональных инвесторов. К тому же деление листинга на большое количество котировальных списков – пять разделов и «внесписочные бумаги», – существовавшее до внесения изменений в приказ ФСФР России от 28.12.2010 № 10-78/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» в 2013 г., было весьма громоздким и приводило к множеству вопросов и непониманию со стороны инвесторов.

Модернизация листинга, начавшаяся в 2013 г. и продолжившаяся с принятием Положения Банка России от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» (далее – Положение о допуске к торгам), позволила существенно упростить систему листинга и приблизить терминологию, стандарты и требования листинга к широко используемому на международных рынках капитала. В рамках указанного процесса было сокращено до двух количество уровней котировальных списков, а также гармонизированы с международными подходами критерии включения и поддержания ценных бумаг в котировальных списках.

В части принятия решений о допуске ценных бумаг к организованным торгам и включении ценных бумаг в котировальный список, а также решений о делистинге ценных бумаг был сохранен подход, в соответствии с которым такие решения принимаются биржей самостоятельно на основании мотивированного суждения и в соответствии с установленными биржей правилами листинга.

Учитывая значимость и возможные последствия принятия решений, напрямую влияющих на положение отдельного эмитента и формирование качественного и надежного рынка ценных бумаг в целом, был сохранен подход, в соответ-

⁹ Указание Банка России от 22.02.2017 № 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов», Указание Банка России от 22.02.2017 № 4298-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов».

¹⁰ Положение Банка России от 1.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии».

ствии с которым основные принципы и условия, при которых возможен листинг ценных бумаг, а также требования к правилам листинга устанавливаются на уровне законодательства¹¹. В частности, Положение Банка России «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» устанавливает ряд требований как в части общих критериев, так и минимальных параметров этих критериев, которым должны удовлетворять эмитенты и их ценные бумаги для включения в котировальный список первого и второго уровней. При этом установление ряда конкретных параметров критериев включения ценных бумаг в котировальный список второго уровня делегировано бирже.

Подобный подход к регулированию, при котором ряд функций по листингу делегирован организаторам торговли, как фронт-лайн регулятору, а более фундаментальные понятия, определяющие ключевые подходы функционирования листинга, оставлены под контролем органа, осуществляющего регулирование, контроль и надзор в области рынков капитала, а также обеспечивающего равные возможности доступа на организованные рынки, на практике

выявил ряд недостатков, в том числе связанных с включением в котировальные списки облигаций эмитентов, не ведущих хозяйственную деятельность.

Конкуренция между биржами, их погоня за выполнением количественных показателей деятельности не позволила им адекватно долгосрочным задачам обеспечения доверия на рынке выполнять надлежащим образом функцию листингования ценных бумаг. Поскольку значительная часть требований к листингу задается законодательством, биржи не чувствуют листинг своим продуктом.

В настоящее время в большинстве экономически развитых стран фокус в части определения и проверки требований листинга смещен в сторону организаторов торговли. Биржи самостоятельно устанавливают во внутренних документах требования к листингу ценных бумаг и осуществляют проверку соблюдения эмитентами соответствующих критериев допуска на организованные торги. Проверка выполнения требований для включения ценных бумаг эмитента в премиальный сегмент также осуществляется биржей.

¹¹ Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»; Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»; Положение Банка России от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам».

2. НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ ЛИСТИНГА ОБЛИГАЦИЙ

2.1. Модель регулирования листинга

Как отмечалось выше, система регулирования листинга облигаций в Российской Федерации имеет двухуровневую структуру, при которой Банк России в своем нормативном акте устанавливает базовые требования к допуску облигаций к организованным торгам и определенные дополнительные критерии допуска облигаций в котировальные списки первого (высшего) и второго уровней.

В свою очередь, биржи в соответствии с Положением о допуске к торгам в правилах листинга вправе расширить требования, которым должен удовлетворять эмитент (выпуск) облигаций для включения облигаций в котировальные списки. В соответствии с действующим регулированием правила листинга должны соответствовать требованиям законодательства и проходят регистрацию в Банке России.

Такая модель регулирования во многом сложилась потому, что значимые средства институциональных инвесторов было разрешено инвестировать в активы, включенные в котировальные списки бирж. В связи с этим для органа регулирования было критически важно обеспечить включение в такие списки высоконадежных облигаций, закрепив в нормативном акте соответствующие требования.

Вместе с тем переход от парадигмы регулирования инвестирования средств пенсионных накоплений в облигации российских эмитентов в зависимости от того, включены они в котировальный список высшего уровня биржи или нет, открывает возможности для дискуссии о том, сохраняется ли целесообразность в нормативном закреплении каких-либо дополнительных, сверх общих требований законодательства о рынке ценных бумаг, параметров и условий, которым должны удовлетворять облигации и их эмитенты для включения облигаций в листинг и котировальные списки бирж. Или же соответствующие полномочия следует

делегировать всецело на усмотрение бирж, которые могут ввести такие условия в правилах листинга. Ведь регуляторные требования к качеству облигаций, в которые разрешено инвестирование средств долгосрочных институциональных инвесторов, определяются теперь по иным, чем включение в котировальный список бирж, критериям.

С одной стороны, такой подход может предоставить биржам существенно большую гибкость при определении требований по включению и поддержанию облигаций в списках листинга, а также при их изменении в зависимости от ситуации. Кроме того, это позволит в значительно большей степени настроить листинг в качестве продукта, создаваемого биржей, за который она всецело несет ответственность.

При реализации указанного подхода возможны также негативные эффекты – например, возникновение недобросовестной конкуренции, обусловленной арбитражем требований, установленных биржами, и превалированием коммерческого интереса торговых площадок над качеством привлеченных к торгам эмитентов. В данном контексте возникают риски инвестирования средств частных и некоторых институциональных инвесторов (например, страховых организаций, в отношении которых переход к установлению разрешенных для инвестирования активов по критерию наличия рейтинга определенного уровня еще не произошел) в активы ненадлежащего качества, что ставит под сомнение возвратность и доходность вложенных средств. В качестве компенсирующей меры возможно установление требования к биржам о раскрытии информации относительно того, что качественно означает тот или иной уровень листинга. Такое раскрытие информации должно быть ориентировано прежде всего на непрофессиональных инвесторов.

Банку России при реализации такого подхода необходимо предоставить право применения мотивированного профессионального сужде-

ния при регистрации правил листинга для сохранения возможности корректирующего регуляторного воздействия при регистрации правил листинга.

1. Считаете ли вы целесообразным кардинальное сокращение нормативного регулирования допуска облигаций к организованным торгам и делегирование биржам полномочий в части установления требований к допуску облигаций к торгам и включению их в котировальные списки?

2. Считаете ли вы целесообразным перейти к индивидуальному позиционированию каждой биржей содержания листинга и его уровней?

2.2. Сохранение, объединение или отказ от котировальных списков для облигаций

В процессе включения в котировальные списки облигаций биржа осуществляет проверку эмитента таких облигаций на предмет соответствия дополнительным требованиям, предъявляемым к эмитентам и их ценным бумагам правилами листинга. Таким образом, облигации из котировального списка приобретают своеобразный «знак качества», который может служить ориентиром для инвесторов. В связи с этим включение облигаций в котировальный список бирж первого (высшего) уровня используется помимо прочего как критерий для определения таких облигаций в качестве возможного объекта инвестирования институциональных инвесторов (инвестирование пенсионных накоплений негосударственных пенсионных фондов, инвестирование страховщиками средств страховых резервов и другое)¹, в том числе для принятия их для расчета собственных средств финансовых организаций (см. приложение 3), а также как фактор первичного выбора розничных инвесторов, осуществляющих операции на бирже. При этом в настоящее время в законодательстве Российской Федерации практиче-

ски отсутствуют какие-либо нормы, связанные с предпочтениями для облигаций, включенных в котировальный список бирж второго уровня².

В ходе реформы листинга 2013 г. было принято решение по установлению трех уровней листинга. Котировальный список первого уровня предназначался для включения высоконадежных и ликвидных ценных бумаг, котировальный список второго уровня – для ценных бумаг относительно высокого качества, эмитенты которых еще не были готовы полностью привести свою практику корпоративного управления к самым высоким стандартам, остальные ценные бумаги, допущенные к торгам, попадали в список третьего уровня листинга.

Практика показала эффективность такого подхода для акций. Но для облигаций наиболее важным критерием, определяющим качество и надежность инструмента, является кредитоспособность эмитента. Качество корпоративного управления играет в таком случае скорее вспомогательную роль, а инвесторы при принятии решений ориентируются на рейтинги кредитоспособности, присваиваемые эмитенту и выпуску облигаций. При делении котировальных списков для облигаций на два уровня не исключены случаи, когда кредитный рейтинг, присвоенный облигациям, включенным в котировальный список второго уровня, может оказаться ниже, чем у облигаций из некотировальной части списка. Такие примеры нередко встречаются на практике. Данное обстоятельство может быть при прочих равных обусловлено невыполнением эмитентом требований по корпоративному управлению. С учетом изложенного и принимая во внимание тот факт, что информация об относительном кредитном качестве облигации содержится в уровне рейтинга, присвоенного эмитенту (выпуску такой облигации), разделение котировального списка для облигаций на части представляется дискуссионным.

Кроме того, не очевидны стимулы, которыми могли бы руководствоваться эмитенты при принятии решения о включении их облигаций в котировальный список второго уровня, при отсут-

¹ Указание Банка России от 22.02.2017 № 4297-У, Положение Банка России 1.03.2017 № 580-П.

² За исключением требования, установленного Постановлением Правительства РФ от 1.02.2007 № 63 (ред. от 26.08.2013) «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением».

ствии каких-либо регуляторных преференций для институциональных инвесторов, формирующих свои портфели из таких ценных бумаг.

Следуя логике совершенствования системы листинга облигаций, представляется возможным выделить следующие подходы, направленные на упрощение и повышение эффективности такой системы.

1. С учетом законодательно установленных требований по включению в инвестиционный портфель институциональных инвесторов облигаций с высоким кредитным качеством, а также опираясь на международный опыт листинга долговых ценных бумаг, представляется возможным исключить имеющееся разделение листинга облигаций на второй (второй уровень котировального списка) и третий уровни (список ценных бумаг, допущенных к торгам без включения в котировальный список), создав двухуровневую систему листинга облигаций. При этом следует сохранить котировальный список для облигаций как таковой, придав ему статус премиального и допустив в него исключительно высоконадежные облигации с высоким уровнем заботы эмитента о поддержании рынка собственных облигаций.

Следует учитывать, что в настоящее время ряд законодательных актов Российской Федерации предусматривает положения, использующие конструкцию типа «ценные бумаги, включенные в котировальный список первого (высшего) уровня»³. Такая конструкция подразумевает наличие как минимум двух уровней котировального списка. При этом для регулируемых финансовых организаций возникает вопрос о легитимности инвестиций в ценные бумаги первого уровня в обстоятельствах, при которых он становится не «высшим», а единственным.

Таким образом, указанные изменения могут быть реализованы только путем комплексного исключения деления котировального списка на первый и второй уровни посредством отказа от использования в законодательстве Российской Федерации понятия «первого (высше-

го) уровня». Для этого потребуется внесение изменений не только в Положение о допуске к торгам, но и в статью 24 Федерального закона от 2.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности», а также в ряд нормативных правовых актов, нормативных актов Банка России и нормативных правовых актов правительства Российской Федерации, указанных в Приложении 3.

3. Считаете ли вы избыточным деление котировального списка для облигаций на два уровня?

4. Следует ли, по вашему мнению, внести изменения в законодательство, предусматривающие наличие одного «премиального» котировального списка для облигаций и списка облигаций, допущенных к обращению на организованных торгах?

5. Что, исходя из ваших инвестиционных потребностей, вы хотели бы видеть в качестве требований к включению облигаций в премиальный список?

2. Иной возможный подход к развитию листинга облигаций подразумевает принципиальный отказ от понятия котировальных списков для облигаций и создание единого списка (листинга) для облигаций с возможностью его сегментации/деления на соответствующие рынки – например, по отраслевому принципу, принципу рискованности инвестирования или иным критериям самими организаторами торгов. Такой подход в большей мере соответствует мировой практике листинга облигаций на крупнейших торговых площадках.

Использование данного подхода предполагает большую автономность бирж в части установления требований к эмитентам, ценным бумагам и параметрам выпуска при сохранении за регулятором контроля за исполнением эмитентами требований, установленных законодательством о ценных бумагах.

Рассматриваемый подход не лишен недостатков, среди которых риск включения в единый список как долговых ценных бумаг надежных эмитентов, так и облигаций эмитентов с низким показателем кредитоспособности. От-

³ В том числе Федеральный закон от 2.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности», Постановление Правительства Российской Федерации от 21.12.2011 № 1080 «Об инвестировании временно свободных средств государственной корпорации, государственной компании», нормативные акты Банка России.

сутствие градации на премиальный и стандартный уровни может сделать первичный отбор ценных бумаг для инвестиционного портфеля менее очевидным. Наконец, переход на единый список для облигаций может привести к усложнению подходов к разработке и применению регуляторных ограничений по инвестированию средств институциональных инвесторов в надежные и ликвидные долговые инструменты.

6. Считаете ли вы целесообразным отказ от понятия котировального списка для облигаций и переход к использованию единого списка (листинга) для облигаций с возможностью сегментации рынков облигаций по решению бирж?

7. Считаете ли вы более правильным сохранить действующий режим листинга облигаций с разделением списка облигаций на три уровня?

2.3. Использование кредитных рейтингов для включения облигаций в котировальный список

В настоящее время для облигаций, как и для акций, предусмотрена возможность их включения в котировальный список первого или второго уровня, а также третьего уровня листинга, то есть список ценных бумаг, допущенных к организованному торгам без включения в котировальные списки.

В отличие от акций облигации являются долговыми ценными бумагами, устанавливающими отношения займа между кредитором (в роли которого выступает инвестор) и заемщиком (эмитентом). Кредитору необходимо убедиться в стабильности финансового положения заемщика и его намерениях по возврату предполагаемых долговых обязательств.

Положение о допуске к торгам и правила листинга бирж устанавливают требования для включения облигаций в котировальный список первого или второго уровня, которые направлены прежде всего на то, чтобы предоставить инвесторам определенную базовую информацию о финансовой устойчивости эмитента и относи-

тельном кредитном качестве выпуска облигаций, а также о потенциальной ликвидности облигаций.

Таковыми критериями для включения облигаций в котировальные списки в соответствии с указанным Положением являются срок существования эмитента и поручителя, составление и раскрытие консолидированной финансовой отчетности, наличие обеспечения, отсутствие убытков, отсутствие дефолта, то есть параметры, которые могут характеризовать риски, связанные с исполнением эмитентом обязательств по облигациям. Также для включения облигаций в котировальный список применяются требования к объему выпуска и номинальной стоимости облигаций в качестве признаков, характеризующих потенциальную ликвидность.

Дополнительно для включения облигаций в котировальный список первого уровня эмитент должен соответствовать определенным требованиям к корпоративному управлению, обеспечивающим внедрение механизмов, направленных на организацию должного уровня контроля за системами управления финансами и подготовки финансовой отчетности эмитента. У эмитента облигаций должен быть сформирован совет директоров и создана система внутреннего аудита, на функциональном уровне выведенная из подчинения менеджмента и подотчетная совету директоров.

Следует отметить, что используемые в настоящее время для целей включения облигаций в котировальные списки признаки качества эмитента и его облигаций являются достаточно условными. Они не могут предоставить инвесторам всю картину финансового состояния и кредитоспособности эмитента. На финансовом рынке должно действовать правило – *caveat emptor*⁴, предусматривающее распределение рисков между сторонами сделки. Инвесторы в теории должны самостоятельно оценивать и определять привлекательность того или иного финансового инструмента, исходя из соотношения доходности и риска, приемлемого для конкретного инвестора, а также доступной им

⁴ От лат. «пусть покупатель будет предупрежден» – используется, в частности, в договорном праве при продаже товаров и услуг. Данный принцип нацелен на минимизирование рисков асимметрии информации между покупателем и продавцом.

информации в отношении соответствующих параметров ценной бумаги. Однако, как подчеркивалось выше, на практике имеются проблемы с качеством информации, характеризующей положение эмитента, а также с навыками инвесторов проводить финансовый анализ. Персонал профессиональных управляющих компаний, бирж и рейтинговых агентств имеет специальную подготовку, а также необходимое время для сбора и анализа данных, в том числе полученных в ходе диалога с представителями компании-эмитента. Для большинства мелких инвесторов диалог с менеджментом эмитента – недоступная привилегия, поэтому даже при наличии времени и желании осуществлять самостоятельный анализ финансового положения эмитента его качество вряд ли будет превосходить публичные рейтинги и рекомендации, сделанные добросовестными профессионалами. Поэтому необходимые критерии, обозначающие границы инвестирования, превращаются в достаточные.

Таким образом, на практике для оценки кредитного качества финансовых инструментов инвесторами широко используются кредитные рейтинги, присваиваемые специализированными кредитными рейтинговыми агентствами. Кредитные рейтинги представляют собой экспертное заключение о кредитоспособности, составленное на основе серьезного анализа финансовой отчетности и иных параметров, в соответствии с утвержденной агентством кредитных рейтингов методологией. Кредитные рейтинги помогают инвесторам принимать решения об инвестировании средств, позволяя лучше оценивать доходность облигаций с учетом возможных рисков. Тем не менее, как продемонстрировал финансовый кризис 2008–2009 гг., такой подход – слепое следование мнению кредитных рейтинговых агентств – не спасает инвесторов от потерь. Рейтинг – лишь дополнительный инструмент оценки кредитного качества. Инвестору всегда следует проводить дополнительный анализ характеристик финансового инструмента при принятии инвестиционного решения, а если инвестор по разным причинам не готов делать такой анализ – привлекать специальных финансовых консультантов или передавать средства в доверительное управление профессиональ-

ной управляющей компании. Задача регулятора – создать регуляторную среду, обеспечивающую надлежащую мотивацию и квалификацию персонала таких консультантов и управляющих.

В 2010 г. Совет по финансовой стабильности (G20 Financial Stability Board, FSB) принял рекомендации для стран «Группы двадцати» по ограничению использования кредитных рейтингов в регуляторных целях⁵. В частности, данные рекомендации были направлены на снижение механистического использования рейтинговых инструментов, при котором снижение уровня присвоенного кредитного рейтинга способствовало лавинообразному выходу участников торгов из финансовых инструментов и тем самым прогрессирующему обесценению самих активов и потере кредитоспособности эмитентов.

Тем не менее кредитные рейтинги продолжают оставаться удобным и достаточно эффективным инструментом, помогающим наиболее просто провести первичную оценку риска инвестиций в облигации, ограничив трудозатраты анализом ценных бумаг, подходящих по критерию рейтинга. При расчете интегрального значения кредитного рейтинга агентства учитывают большое количество факторов, в том числе упомянутые выше критерии кредитного качества (в частности, показатель безубыточности деятельности эмитента), которые в соответствии с Положением о допуске к торгам должны быть включены в правила листинга.

Следует отметить, что принятый в 2015 г. Федеральный закон о кредитных рейтинговых агентствах⁶ заложил основы для создания в Российской Федерации полноценной рейтинговой индустрии. Однако к сроку окончания переходных положений указанного закона (1.07.2017) инфраструктура российских кредитных рейтинговых агентств оказалась еще не го-

⁵ Письмо Председателя руководителям стран «Группы двадцати» в отношении прогресса по реформам финансового регулирования от 11 ноября 2010 г., http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101_109.pdf?page_moved=1.

⁶ Федеральный закон от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

това осуществить рейтингование всех ценных бумаг, включенных в котировальные списки.

Вместе с тем, учитывая широко распространенный подход к использованию кредитных рейтингов для оценки кредитного качества облигаций, биржи в правилах листинга установили дополнительные требования для включения и поддержания облигаций в группе первого уровня котировального списка – наличие у выпуска ценных бумаг кредитного рейтинга российского или иностранного кредитного рейтингового агентства не ниже определенного уровня. Согласно правилам листинга ПАО Московская Биржа, перечень рейтинговых агентств и уровни кредитных рейтингов эмитента, поручителя (гаранта) или выпуска ценных бумаг (рейтингов ценных бумаг) утверждаются приказом биржи.

По информации ПАО Московская Биржа, по состоянию на май 2017 г. у 30% эмитентов, облигации которых были включены в котировальный список первого уровня, имелись кредитные рейтинги российских рейтинговых агентств по национальной шкале, уровень которых соответствовал требованиям правил листинга. Объем выпусков облигаций таких эмитентов составлял 38% от общего объема выпуска всех облигаций из котировального списка первого уровня. В декабре 2017 г. рейтинги российских рейтинговых агентств были уже у 70% эмитентов, облигации которых включены в котировальный список первого уровня, а доля облигаций с российскими рейтингами по объему выпуска составила 92,5%. На 1 марта 2018 г. рейтинги российских рейтинговых агентств получили 78% эмитентов, облигации которых включены в котировальный список первого уровня, а доля облигаций с российскими рейтингами по объему выпуска достигла 95%. Таким образом, менее чем за один год произошел существенный рост числа эмитентов, получивших рейтинги российских рейтинговых агентств.

Как было указано выше, в настоящее время требование о наличии кредитного рейтинга эмитента (выпуска) облигаций для включения облигаций в котировальный список устанавливается решением биржи.

Таким образом, для регламентации использования кредитных рейтингов в целях включения облигаций в котировальные списки с уче-

том развития отечественной рейтинговой индустрии, ее способности удовлетворить спрос на получение рейтинговой оценки от достаточного количества эмитентов облигаций, возможно, следует рассмотреть вопрос о восстановлении требования о наличии кредитного рейтинга эмитента (выпуска) облигаций определенного уровня в нормативном акте Банка России – Положении о допуске к торгам.

При этом предусмотренные в настоящее время Положением о допуске к торгам требования к наличию/отсутствию убытков, а также наличию/отсутствию обеспечения для выпуска облигаций как условия включения/исключения облигаций в котировальный список первого уровня, которые уже учтены в рамках процедуры присвоения кредитного рейтинга, можно будет исключить как излишне дублирующие оценку кредитного качества, уже осуществленную в процессе присвоения и поддержания кредитного рейтинга.

8. Считаете ли вы целесообразным установление в нормативном акте Банка России или в правилах биржи требования о наличии кредитного рейтинга эмитента (выпуска) облигаций определенного уровня в качестве условия для включения/поддержания облигаций в котировальный список?

При использовании кредитных рейтингов для оценки инвестиционного качества финансового инструмента следует учитывать тот факт, что кредитное рейтинговое агентство, проводя анализ кредитоспособности эмитента (поручителя, гаранта) или кредитного риска выпуска ценных бумаг, в значительной степени полагается на данные бухгалтерской (финансовой) отчетности эмитента. Очевидно, что заключение о кредитном качестве инструмента, выраженное в кредитном рейтинге, составленном на основе отчетности, недостоверно отражающей настоящее финансово-экономическое состояние эмитента, дает ложные сигналы инвесторам.

В связи с этим особую роль должно играть качество проверки бухгалтерской (финансовой) отчетности компании, осуществляемой внеш-

ним аудитором, выражающим мнение о достоверности такой отчетности.

Таким образом, предъявление дополнительного требования, которое предусматривает наличие у эмитента облигаций аудиторского заключения, составленного аудиторской организацией, имеющей высокую деловую репутацию, может предоставить инвесторам дополнительную уверенность в том, что аудит финансовой отчетности проведен на высоком уровне и, соответственно, финансовая отчет-

ность и полученные рейтинги являются заслуживающими доверия.

9. Считаете ли вы целесообразным установление дополнительных требований к аудиторским организациям, осуществляющим аудит финансовой отчетности эмитента облигаций, в качестве одного из критериев для включения/поддержания облигаций в котировальном списке?

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ввиду значимости формирования качественного и надежного рынка ценных бумаг в Российской Федерации, а также происходящих изменений в регулировании листинга в связи с потребностями рынка действующий в настоящее время подход к регулированию требований к допуску ценных бумаг к организованным торгам (предусматривающий установление базовых минимальных критериев, которым должны удовлетворять ценные бумаги для включения в листинг и котировальные списки, на уровне нормативного акта Банка России и установление ряда дополнительных требований со стороны организаторов торговли в правилах листинга) представляется не в полной мере сбалансированным и отвечающим современным международным тенденциям, наблюдаемым в сфере допуска ценных бумаг на организованный рынок. Важным представляется также сохранение принципа саморегулирования процесса листинга с участием бирж при соответствующем уровне контроля Банка России за надлежащим исполнением биржами своей роли.

Тем не менее с учетом особенностей долгового рынка, международной практики в части листинга облигаций, а также тенденций на российском рынке сложившийся подход к листингу облигаций требует определения вектора его дальнейшего развития.

В целях выработки взвешенных подходов к решению указанной проблемы Банк России предлагает всем заинтересованным лицам выразить свою позицию по поставленным в докладе, а также по следующим вопросам:

1. Какова должна быть ответственность биржи за расхождения между декларируемыми принципами и правилами включения облигаций в листинг и практическими действиями по листингу ценных бумаг (например, при выявлении факта наличия некачественных облигаций в листинге)?

2. Следует ли вынести в нормативное регулирование Банка России вопросы управления конфликтами интересов в деятельности бирж при осуществлении процедур листинга ценных бумаг?

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Сводная информация о требованиях к допуску облигаций на основных мировых биржевых площадках

	Возможность получить допуск к торгам без листинга ¹	Котировальные списки ²	Объем выпуска	Акционерный капитал	Срок деятельности эмитента	Отсутствие ограничений на передачу бумаг	Рейтинги	Срок до погашения облигаций
LSE	✓	X	✓	X	✓	✓	X	X
NYSE	✓	X	✓	X	✓	✓	Да, если нет листинга акций	X
NASDAQ	✓	X	✓	X	✓	✓	Да, если нет листинга акций	X
SSE Шанхай	X	X	✓	X ³	X	✓	X	✓
JPX	X	X	✓	X	X	✓	✓	X
BVC Колумбия	X	X	✓	X	X	✓	X	✓
Oslo bors Осло	X	X	✓	X	X	✓	X	X
BME Мадрид	X	X	X	X	X	✓	X	X
HKSE	X	X	✓	✓	X	✓	X	X
SET (BEX)	X	X	✓	X	X	✓	X	X
KRX Корея	X	X	✓	✓	✓	✓	X	X
NASDAQ Nordic	X	X	✓	✓	X	✓	X	X
LuxSE Люксембург	✓	X	✓	X	X	✓	X	X
JSE Йоханнесбург	X	X	X	X	X	✓	X	X
FWB Франкфурт	X	X	✓	✓	✓	✓	X	X
ISE Дублин	✓	X	✓	X	X	✓	X	X

¹ Понятия «листинг» и «допуск к торгам» различаются: при листинге бумаги попадают в федеральный список по решению регулятора, а при допуске к торгам – только на торговую площадку по решению биржи.

² В значении, используемом в законодательстве Российской Федерации.

³ При этом установлены требования к балансовой стоимости активов, а также к размерам чистой прибыли за три года.

Приложение 2. Объем торгов облигациями на крупнейших иностранных площадках за 2017 год

Биржа	Объем торгов облигациями в 2017 г., млн долл. США
LSE Group	9 195 948
Moscow Exchange ¹	4 817 703
BME Spanish Exchanges ¹	4 803 630
Korea Exchange	2 144 202
Johannesburg Stock Exchange ¹	2 083 337
Nasdaq Nordic Exchanges ¹	1 704 374
Oslo Bors ¹	1 041 233
Shanghai Stock Exchange	355 392
Bolsa de Valores de Colombia	311 972
Tel-Aviv Stock Exchange	240 619
Taipei Exchange	239 736
Bolsa de Comercio de Santiago	217 542
Borsa Istanbul	165 518
SIX Swiss Exchange	157 774
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	127 398
Irish Stock Exchange	96 813
BSE India Limited	72 148
Shenzhen Stock Exchange	65 633
Kazakhstan Stock Exchange	9 718
Hong Kong Exchanges and Clearing	7 758
Euronext	7 740
Bolsa Nacional de Valores	6 970
TMX Group	5 904
Australian Securities Exchange	1 580
NZX Limited	1 355
Qatar Stock Exchange	1 245
The Egyptian Exchange	1 008
Hochiminh Stock Exchange	765
Malta Stock Exchange	548
Bolsa de Valores de Lima	464
Japan Exchange Group Inc.	368
National Stock Exchange of India Limited	342
Bourse de Casablanca	210
Luxembourg Stock Exchange	136
Bursa Malaysia	128
Bolsa Mexicana de Valores	118
Bahrain Bourse	23
Cyprus Stock Exchange	8
Saudi Stock Exchange (Tadawul)	7

¹ Данные по объему торгов облигациями указаны с учетом сделок репо.

Примечание: из-за разницы в методологии данные по объему торгов облигациями могут быть не сопоставимы между площадками.

Источник: WFE (Monthly Reports Tool), Moscow Exchange data for MOEX REPO with bonds trading volumes.

Приложение 3. Перечень законодательных актов, положения которых включают указание котировального списка определенного уровня

1. Федеральный закон от 2.12.1990 № 395-1 (ред. от 23.05.2018) «О банках и банковской деятельности».
2. Постановление Правительства Российской Федерации от 21.12.2011 № 1080 (ред. от 28.12.2017) «Об инвестировании временно свободных средств государственной корпорации, государственной компании».
3. Постановление Правительства Российской Федерации от 30.06.2003 № 379 (ред. от 23.03.2018) «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации».
4. Постановление Правительства Российской Федерации от 1.02.2007 № 63 (ред. от 26.08.2013) «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением».
5. Постановление Правительства Российской Федерации от 17.06.2010 № 454 «О дополнительных ограничениях на инвестирование накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих и максимальных долях в совокупном инвестиционном портфеле отдельных классов активов».
6. Постановление Правительства Российской Федерации от 7.05.2014 № 416 «Об инвестировании временно свободных средств Российского научного фонда».
7. Постановление Правительства РФ от 23.10.2017 № 1287 «О внесении изменений в Правила инвестирования временно свободных средств государственной корпорации, государственной компании и признании утратившими силу отдельных положений некоторых актов Правительства Российской Федерации».
8. Положение Банка России от 1.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии».
9. Положение Банка России от 19.07.2016 № 548-П «О порядке расчета собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также соискателей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг».
10. Положение Банка России от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам».
11. Положение Банка России от 17.10.2014 № 437-П «О деятельности по проведению организованных торгов».
12. Указание Банка России от 22.02.2017 № 4298-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов».
13. Указание Банка России от 22.02.2017 № 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов».

14. Указание Банка России от 25.10.2017 № 4584-У «О формах, сроках и порядке составления и представления в Банк России отчетности, необходимой для осуществления контроля и надзора в сфере страховой деятельности, и статистической отчетности страховщиков, а также формах, сроках и порядке представления в Банк России бухгалтерской (финансовой) отчетности страховщиков».

15. 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».

16. Указание Банка России от 30.05.2016 № 4028-У «О порядке расчета собственных средств негосударственных пенсионных фондов».

17. Указание Банка России от 8.02.2018 № 4715-У «О формах, порядке и сроках составления и представления в Банк России отчетов акционерными инвестиционными фондами, управляющими компаниями инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных инвестиционных фондов».

18. Указание Банка России от 3.12.2012 № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организации, осуществляющей функции центрального контрагента».

19. Указание Банка России от 29.05.2017 № 4392-У «О внесении изменений в приложение 1 к Указанию Банка России от 3 декабря 2012 года № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организации, осуществляющей функции центрального контрагента».

