

РЕФОРМА ПРАВОВЫХ ОСНОВ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА В ОБЛАСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКОВ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Рустам Касьянов*

Реформа Директивы Европейского парламента и Совета № 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (англ. The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) началась в 2009 г. и завершилась в середине 2014 г., когда были приняты два новых правовых акта. В первую очередь речь идет о Директиве № 2014/65/ЕС, которая при том же названии – «О рынках финансовых инструментов» представляет собой результат серьезной переработки Директивы MiFID. Для большей ясности и удобства ее обозначают как MiFID II. Одновременно с Директивой MiFID II будет применяться связанный с ней Регламент (ЕС) № 600/2014 «О рынках финансовых инструментов», сокращенно – MiFIR (англ. The Markets in Financial Instruments Regulation). Длительные сроки проведения реформы объясняются большим количеством накопившихся проблем, остро проявившихся после мирового и финансового кризиса 2008-2009 гг., а также ролью MiFID для финансовых рынков ЕС. Для достижения наилучшего результата Европейский союз учитывал мнение всех заинтересованных сторон. Открытый формат обсуждения позволил определить основные направления реформы и подготовить два новых правовых акта (MiFID II, MiFIR), которые вступят в силу в начале 2017 г. и заменят MiFID.

Публичное обсуждение реформы Директивы № 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (англ. The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)[1] началось в сентябре 2010 г. в Брюсселе на организованной Генеральным директоратом Европейской комиссии по внутреннему рынку и услугам конференции «Пересмотр Директивы о рынках финансовых инструментов (MiFID)». В обсуждении приняли участие высокопоставленные сотрудники Европейской комиссии и Комитета европейских регуляторов ценных бумаг (англ. The Committee of European Securities Regulators, CESR), представители бизнеса и другие заинтересованные стороны. Эта конференция имела большое значение для реформы. По сути, это первое крупное публичное обсуждение наиболее острых вопросов, где были

обозначены приоритетные направления действий. В силу значимости данного мероприятия для всего последующего процесса пересмотра Директивы MiFID, рассмотрим подробнее основные предложения и заключения конференции.

MiFID сыграла большую роль в общей эволюции финансового сектора ЕС [2]. На это указал Джонатан Фолл, руководитель Генерального директората по вопросам внутреннего рынка и услуг Европейской комиссии, в момент торжественного открытия конференции. В более узком контексте реформы г-н Фолл указал на пять областей, где необходима целенаправленная модификация: 1) улучшение организационных аспектов, прозрачности различных рыночных сегментов; 2) движение к созданию подлинно единого рынка инвестиционных

* Касьянов Рустам Альбертович, кандидат юридических наук, PhD in EU Law (FRANCE), доцент кафедры европейского права МГИМО МИД России

услуг; 3) надлежащее регулирование в условиях растущей конкуренции, фрагментации рынков и скорости совершения сделок; 4) лучшее соответствие новой европейской структуре надзора; 5) дополнительная прозрачность и меры по усилению надзора на рынке товарных деривативов.

Мишель Барнье, еврокомиссар по вопросам внутреннего рынка и услуг, также отметил важность пересмотра MiFID и указал на четыре основополагающие цели, которые можно передать при помощи четырех слов: 1) ответственность (усиление мер ответственности на финансовых рынках); 2) прозрачность (увеличение прозрачности); 3) конкуренция (честная конкуренция); 4) доверие (сохранение доверия к рынкам и финансовым посредникам). Г-н Барнье отметил, что эти цели должны рассматриваться всесторонне и что ни один финансовый рынок или игрок, ни один вид деятельности не должны быть упущены из виду, а особенно пристальное внимание необходимо уделить рынкам товарных деривативов.

Наряду с высокопоставленными чиновниками Европейской комиссии активное участие в работе конференции приняли представители других институтов и органов ЕС. В дальнейшем часть из них участвовали в реформе в качестве законодателя (Европейский парламент), а другие - в качестве консультационного и экспертного органа (CESR). Так, часть своего доклада Шарон Боулз, председатель Комитета Европарламента по экономическим и валютным вопросам, посвятила техническим изменениям на рынке и связанным с этим вопросам: новые виды торгов и повышенная фрагментация; сильное стремление к проведению внутрисуточного мониторинга; возможность введения запрета на некоторые виды торгов, например «мгновенные заявки» (1); необходимость к переходу к консолидированной системе информации о торговых данных. Г-жа Боулз предложила обсудить на конференции следующий вопрос: как соблюсти надлежащий баланс для предторговой прозрачности рынка акций ввиду роста скрытой торговли?

Карлос Таварес, председатель CESR, акцентировал внимание на прогрессе в применении MiFID, но выделил семь ключевых пунктов, которые нужно учесть при пересмотре правовых норм ЕС: 1) расширенная информативность о сделках; 2) своевременная подача консолидированной информации; 3) пересмотр концепции наилучшего исполнения сделки; 4) унификация требо-

ваний регуляторов; 5) усиление защиты инвесторов; 6) повышение пред- и послеторговой прозрачности; 7) регулирование новых торговых методик, например высокочастотной и алгоритмической торговли. Г-н Таварес также отметил, что пересмотр директивы MiFID должен происходить с учетом реформы Ларозьера, то есть создания новой структуры Европейского органа в области рынка ценных бумаг (англ. The European Securities and Markets Authority, ESMA), который заменит CESR[3].

В первый день конференции (20 сентября 2010 г.) было организовано пять панелей, которым можно дать сокращенные названия, исходя из вопросов, которые обсуждали их участники - «Деривативы», «Прозрачность», «Торговые площадки», «Защита инвесторов», «Консолидация данных». На следующий день было организовано четыре рабочие панели: «Глобальные товарные рынки», «Перспективы глобального регулирования», «Пользователи и поставщики услуг», «Перспективы для рынков энергоносителей и атмосферных выбросов в ЕС».

Наиболее результативным оказался первый рабочий день конференции. Участники сформулировали шесть выводов.

- Реформа директивы MiFID должна проходить в точном соответствии с обязательствами, сформулированными G20 после кризиса 2008-2009 гг.

- Необходимо ввести новые и гармонизированные полномочия регуляторов, чтобы обеспечить надлежащий надзорный режим в сфере производных финансовых инструментов.

- При пересмотре MiFID следует предусмотреть дополнительные правила по прозрачности на рынках акций и неакционных инструментов. При этом новые требования по регулированию должны быть тщательно продуманы, чтобы не нанести урон ликвидности рынков.

- Необходимо стимулировать конкуренцию между различными торговыми площадками, что будет способствовать созданию более динамичных и эффективных финансовых рынков. Необходимо уделить особое внимание рискам, связанным с высокочастотной торговлей.

- Эффективная защита прав инвесторов - это ключевое условие нормального развития финансовой отрасли. Необходимо приложить дополнительные усилия, направленные на защиту и усиление гарантий для инвесторов, особенно для розничных инвесторов.

- Должны быть внедрены единые стандарты для гармонизации выходных данных и содействия консолидации информации по послеторговой прозрачности.

Европейская комиссия 8 декабря 2010 г. начала новый этап широких консультаций, разместив на своей странице в сети Интернет документ[4], в котором были перечислены вопросы, связанные с применением Директивы MiFID. На открытии онлайн-консультации М.

Барнье сказал: «Первоначальная цель этой *центральной части европейского законодательства*, которой является MiFID [выделено мной. – Р.К.], состояла в том, чтобы создать сильную нормативно-правовую базу для рынков ценных бумаг в Европе. Во многих отношениях цель была достигнута, но мир изменился, и мы все знаем, что нынешняя система нуждается в совершенствовании. Моя задача состоит в том, чтобы пересмотр MiFID привел к более строгой нормативно-правовой базе, адаптированной к новым тенденциям и новым игрокам на финансовых рынках, в рамках которой будет достигнута большая прозрачность и эффективность рынка, а также будут лучше гарантированы права инвесторов» [5]. Данное высказывание очень важно. Во-первых, одно из ключевых лиц Европейской комиссии, М. Барнье, обладающий огромным опытом работы и хорошо понимающий многообразие и все особенности правового регулирования в ЕС, ставит MiFID на центральное место не только в системе финансового законодательства ЕС, но и в системе всего европейского права. Во-вторых, в данном отрывке в обобщенной форме обозначены все основные цели реформы: 1) актуализация старых и выработка новых правовых норм с целью учёта последних тенденций в развитии финансовых рынков; 2) обеспечение большей прозрачности и эффективности регулирования; 3) надлежащая защита прав инвесторов. С учетом этих целей сформулированы вопросы, вынесенные на обсуждение. Всего было представлено 148 вопросов, по которым любая заинтересованная сторона могла высказать свое мнение, отправив до 2 февраля 2011 г. свои ответы, а также комментарии и предложения на специальный электронный адрес. За неполных два месяца, отведенных на обсуждение, было получено 4360 ответов, которые во многом отражают недостатки действующих правовых норм и подтверждают итоги брюссельской конференции 20-21 сентября 2010 г.

В дальнейшем работа в основном сконцентрировалась в институтах ЕС. В октябре 2011 г. Европейская комиссия представила итоги своей работы, после чего обсуждение продолжилось в Европейском парламенте и Совете ЕС. После длительных обсуждений председатели Европейского парламента и Совета ЕС 15 мая 2014 г. пришли к компромиссу и поставили свои подписи под согласованными документами. Еще через месяц (12 июня 2014 г.) в Официальном вестнике ЕС опубликованы два правовых акта – Регламент (ЕС) № 600/2014 Европейского парламента и Совета Европейского союза «О рынках финансовых инструментов и об изменении Регламента (ЕС) № 648/2012» (MiFIR)[6] и Директива № 2014/65/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского союза «О рынках финансовых инструментов и об изменении Директивы № 2002/92/ЕС и Директивы № 2011/61/ЕС» (MiFID II)[7]. Эти правовые акты начнут применяться с 2017 г., и к этому времени государства - члены ЕС должны привести свое национальное законодательство в соответствие с новыми правилами. Эти новые правила должны позволить ЕС решить проблемы, выявленные в ходе обсуждения реформы.

Анализ MiFIR и MiFID позволяет выделить основные итоги реформы, а также определить основные направления развития европейских финансовых рынков в ближайшие годы. Кратко опишем два основных результата реформы.

1) Создание однородной конкурентной среды между различными торговыми площадками и их участниками, что будет способствовать созданию более динамичных и эффективных финансовых рынков. Это будет достигнуто путем нормативного закрепления новой многосторонней торговой площадки – Организованная торговая площадка (англ. Organised Trading Facility, OTF) – для торговли инструментами, отличными от акций. Новые правила также устанавливают, что инвестиционные фирмы, работающие в системе внутреннего сличения заявок (ордеров), которые исполняют клиентские заявки по акциям, депозитарным распискам, биржевым инвестиционным фондам (англ. Exchange-Traded Funds, ETF), сертификатам и другими подобными финансовыми инструментами на многосторонней основе, должны быть авторизованы как многосторонние торговые площадки (англ. Multilateral Trading Facility, MTF).

2) Достижение большей прозрачности рынка. Благодаря реформе значительно

повышается прозрачность рынка акций и впервые установлены принципы прозрачности для инструментов, отличных от акций, таких, как облигации и деривативы. Так, MiFID II расширяет пред- и послеторговый режим прозрачности в целях включения в него инструментов, отличных от акций, хотя в силу специфики неакционных инструментов предторговые отказы от прозрачности возможны только для крупных заявок, запросов по котировкам и торгам «с голоса». Послеторговая прозрачность обеспечивается для всех финансовых инструментов с возможностью отсрочки публикаций. Также установлены правила по увеличению эффективной консолидации и раскрытия торговых данных через обязательства для торговых площадок. Они получают право предоставлять пред- и послеторговые данные доступными для клиентов на

разумной коммерческой основе и вводить механизм ленты консолидированной отчетности для послеторговых данных.

Даже из этого небольшого анализа следует, что ЕС сделал важный шаг к более совершенному и адаптированному к современным реалиям финансовому регулированию. Это позволит более эффективно противостоять возможным финансовым и экономическим потрясениям, которые, как известно, повторяются с определённой регулярностью.

Примечания:

(1) «Мгновенные заявки» - заявки, появляющиеся на доли секунды; они могут быть считаны торговыми роботами, но практически недоступны трейдерам - физическим лицам.

Литература:

1. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC // Official Journal of the European Union L 145, 30.04.2004.
2. Касьянов Р.А. Рынки финансовых инструментов в Европейском союзе: правовые основы регулирования // Законы России: опыт, анализ, практика. 2015. № 9.
3. Касьянов Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе // Вестник МГИМО-Университета. 2012. № 6.
4. European Commission, Public consultation «Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)» (Brussels, 8 December 2010) // <http://ec.europa.eu>.
5. European Commission, Press Release «Financial services: improving European rules for a more robust framework for all financial actors and instruments» (Brussels, 8 December 2010) // MEMO/10/659.
6. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 // Official Journal of the European Union L 173, 12.06.2014.
7. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // Official Journal of the European Union L 173, 12.06.2014.

THE REFORM OF THE REGULATORY BASIS OF MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS IN THE EUROPEAN UNION

The reform of the Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments (the Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) began in 2009 and ended in the middle of 2014 when two new regulatory acts were adopted. First of all it is the Directive 2014/65/EC which, bearing the same name – the Markets in Financial Instruments Directive – is a result of

a serious reformulation of MiFID. For a greater clarity and convenience it is designated as MiFID II. Simultaneously with MiFID II the EU Regulation on markets in financial instruments 600/2014 (the Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR) will be applied. The prolonged time period of reforming was due to a huge amount of problems which appeared acutely after the world and financial crisis of

2008-2009, as well as due to the role of MiFID to the EU financial markets. In order to achieve the best result the European Union considered opinions of all parties concerned. The open format of discussion made it possible to define the main directions of the reform and create two new acts (MiFID II and MiFIR) which will enter into force at the beginning of 2017 and will replace MiFID.

Rustam Kasyanov,
Candidate of Science (Law)), Ph.D. in
EU Law (France), Associate Professor,
Department of European Law, MGIMO
(University) of the Ministry for Foreign
Affairs of the Russian Federation.

Ключевые слова:

Европейский союз, европейские
финансовые рынки, директива о
рынках финансовых инструментов,
инвестиционные услуги, регулируемый
рынок, кредитные учреждения.

Keywords:

European Union, European financial markets,
Markets in Financial Instruments Directive,
investment services, regulated market, credit
institutions.

References:

1. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC // Official Journal of the European Union L 145, 30.04.2004.
2. Kas'janov R.A. Rynki finansovyh instrumentov v Evropejskom sojuze: pravovye osnovy regulirovanija [Markets in financial instruments in the European Union: the legal basis of regulation] // Zakony Rossii: opyt, analiz, praktika [Laws of Russia: experience, analysis, and practice]. 2015. № 9.
3. Kas'janov R.A. Organizacija dejatel'nosti finansovyh reguljatorov v Evropejskom sojuze [Organization of activities of financial regulators in the European Union] // Vestnik MGIMO-Universiteta [MGIMO-University Bulletin]. 2012. № 6.
4. European Commission, Public consultation «Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)» (Brussels, 8 December 2010) // <http://ec.europa.eu>.
5. European Commission, Press Release «Financial services: improving European rules for a more robust framework for all financial actors and instruments» (Brussels, 8 December 2010) // MEMO/10/659.
6. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 // Official Journal of the European Union L 173, 12.06.2014.
7. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // Official Journal of the European Union L 173, 12.06.2014.