

РЕГУЛИРОВАНИЕ ЭЛЕКТРОННЫХ ТОРГОВЫХ СИСТЕМ: ПРИМЕНЕНИЕ ОПЫТА ГОНКОНГА И СИНГАПУРА НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ***Павел Юрьевич МАЛЫШЕВ**кандидат экономических наук, доцент департамента финансовых рынков и банков,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
PYUMalyshev@fa.ru**История статьи:**

Получена 23.08.2017

Получена в доработанном
виде 06.09.2017

Одобрена 21.09.2017

Доступна онлайн

16.10.2017

УДК 336.76

JEL: G18, G28, K22

Аннотация**Предмет.** Современная система регулирования альтернативных электронных торговых систем, «пулов темной ликвидности» и краудфандинговых платформ на основе ценных бумаг, сложившаяся на финансовых рынках Гонконга и Сингапура, а также возможности внедрения опыта указанных стран на российском фондовом рынке.**Цели.** Разработка практических рекомендаций по совершенствованию российской системы регулирования институтов внебиржевого фондового рынка на основе анализа лучших зарубежных подходов и методов.**Методология.** Использованы методы статистической группировки, анализа и синтеза.**Результаты.** Рассмотрены основные подходы к определению электронных торговых систем в законодательстве Гонконга и Сингапура. Несмотря на то что большинство институтов внебиржевого рынка, действующих в рассматриваемых странах, имеют иностранное происхождение, режим их допуска на финансовый рынок является достаточно либеральным. При этом наблюдается тенденция к ужесточению требований для операторов «пулов темной ликвидности», направленных на максимальное сближение данного сегмента с основными биржевыми рынками.**Выводы.** Результаты исследования показывают, что допуск ведущих иностранных электронных торговых систем на российский финансовый рынок положительно скажется на его прозрачности с сохранением общего уровня системного риска, при этом не ожидается существенного оттока ликвидности с биржевого рынка. Дальнейшие шаги по развитию системы регулирования включают формирование системы компенсационных фондов для частных инвесторов, развитие систем взаимного торгового доступа с ведущими биржами стран ЕАЭС, а также создание института краудфандинга на базе ценных бумаг.**Ключевые слова:**регулирование,
внебиржевой рынок,
электронная торговая
система, пул темной
ликвидности,
краудфандинг

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Для цитирования: Малышев П.Ю. Регулирование электронных торговых систем: применение опыта Гонконга и Сингапура на российском фондовом рынке // *Финансы и кредит*. – 2017. – Т. 23, № 37. – С. 2226 – 2242.<https://doi.org/10.24891/fc.23.37.2226>**Введение**

Широкое распространение и растущее многообразие внебиржевых электронных

торговых систем является одной из наиболее ярких особенностей, характеризующих современный этап развития мирового финансового рынка. В то же время мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. показал, что внебиржевой рынок нуждается в системе регулирования, обеспечивающей высокий уровень прозрачности, подотчетности и защиты прав потребителей финансовых услуг.

* Статья подготовлена по итогам НИР Финансового университета при Правительстве Российской Федерации по теме «Разработка предложений по совершенствованию института посредников на финансовом рынке, в том числе в сфере пост-трейдинговых услуг, в целях совершенствования инфраструктуры финансового рынка», выполненной в 2016–2017 гг. по заказу Ассоциации «НП РТС».

На протяжении 2010-х гг. указанные принципы нашли отражение в рекомендациях G-20, Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и др., а также были в целом внедрены на уровне национального законодательства в странах с развитыми рынками.

Несмотря на достаточно высокий уровень развития биржевой торговли в России (с точки зрения объемов торгов, многообразия представленных инструментов и качества технологической инфраструктуры), внебиржевой сегмент также обладает значительным потенциалом роста. Важно отметить, что при условии эффективного регулирования внебиржевой рынок не отвлекает ликвидность от биржевого рынка, а, напротив, стимулирует ее, создавая синергетический эффект. В связи с этим анализ лучших зарубежных практик регулирования электронных торговых систем и возможности их применения в России представляется актуальным и востребованным.

Выбор Гонконга и Сингапура в качестве объектов для анализа обусловлен несколькими факторами. Во-первых, финансовые рынки указанных стран, как и российский, являются относительно молодыми, но при этом достаточно крупными и высокотехнологичными. Во-вторых, несмотря на то что рынки рассматриваемых стран являются разнородными по своей структуре и принадлежат к различным кластерам [1], институты финансового рынка Гонконга и Сингапура во многом ориентированы на обслуживание эмитентов и инвесторов из Азиатско-Тихоокеанского региона, прежде всего Китая. В условиях сохраняющейся внешнеполитической напряженности, в том числе действующего режима санкций со стороны ЕС и США, ликвидность российского финансового рынка может быть повышена за счет привлечения новых участников из стран Азии, а для этого необходима гармонизация систем регулирования с азиатскими рынками.

Представленные обзоры национальных способов регулирования торговых систем не следует рассматривать как детальную энциклопедическую характеристику. Они сфокусированы в первую очередь на наиболее специфичных чертах и особенностях, которые могут быть полезны при совершенствовании российской системы регулирования в данной области.

Гонконг

Электронные торговые платформы активно развиваются на финансовом рынке Гонконга с начала 2000-х гг. Исследования показывают, что за сравнительно короткий период величина спредов и показатели внутренней волатильности по большинству инструментов существенно снизились [2, 3]. В 2015–2016 гг. система регулирования деятельности электронных торговых систем и «пулов темной ликвидности» в Гонконге претерпела существенные изменения. Главной целью реформирования стало повышение прозрачности и подотчетности деятельности организаторов торговли, а также приведение нормативной базы в соответствие с актуальной международной практикой – рекомендациями IOSCO и Комитета по платежным системам и рыночной инфраструктуре (CPMI) Банка международных расчетов (BIS).

Базовым нормативным актом, определяющим основы регулирования деятельности электронных торговых систем в Гонконге, является Закон о ценных бумагах и фьючерсах (далее – Закон Гонконга)¹. К рассматриваемой нами проблематике относится часть III указанного Закона, посвященная допуску торговых посредников на финансовый рынок. На основании указанного нормативного акта Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам (Securities and Futures Commission, далее – Комиссия) приняты Принципы регулирования автоматизированных торговых услуг (далее –

¹ Securities and Futures Ordinance (Chapter 571). Bilingual Laws Information System (Hong Kong). URL: [http://www.legislation.gov.hk/blis_pdf.nsf/6799165D2FEE3FA94825755E0033E532/5167961DDC96C3B7482575EF001C7C2D/\\$FILE/CAP_571_e_b5.pdf](http://www.legislation.gov.hk/blis_pdf.nsf/6799165D2FEE3FA94825755E0033E532/5167961DDC96C3B7482575EF001C7C2D/$FILE/CAP_571_e_b5.pdf)

Принципы)². Они содержат детализированные требования к финансовой устойчивости, риск-менеджменту, раскрытию информации, корпоративному управлению и отчетности, а также другим аспектам операционной деятельности торговых систем. Примечательно, что Принципы не имеют силы закона, однако по англосаксонской традиции их несоблюдение может иметь негативные последствия для участников рынка с точки зрения соответствия лицензионным требованиям. На практике это означает, что данные требования следует неукоснительно соблюдать наряду с положениями Закона Гонконга.

Говоря о регулировании электронных торговых систем и других инфраструктурных организаций финансового рынка в Гонконге, важно отметить универсальность и гибкость применяемых норм. Так, многие нормативы, требования и ограничения, привычные для российской практики регулирования, в Гонконге фактически отсутствуют. На уровне законодательства, как правило, закреплены лишь ключевые подходы и принципы, таким образом повышается значимость документов, разрабатываемых самими участниками рынка и профессиональными ассоциациями. Это может быть связано и с тем, что на финансовом рынке Гонконга электронные торговые услуги предоставляет большое количество бирж и торговых систем, зарегистрированных в иностранных юрисдикциях, часто – с более жестким режимом регулирования. В подобных случаях Комиссия имеет возможность свести регуляторную нагрузку на такие институты к минимуму. Это является важным фактором, позволяющим Гонконгу удерживать первое место в мире по индексу экономической свободы и определяющим его привлекательность как международного финансового центра.

² Guidelines for the Regulation of Automated Trading Services. Securities and Futures Commission. Hong Kong. September 2016. URL: <http://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/files-current/web/guidelines-for-the-regulation-of-automated-trading-services/guidelines-for-the-regulation-of-automated-trading-services.pdf>

В законодательстве Гонконга отсутствует прямое юридическое определение электронной торговой системы. Определено лишь более широкое понятие «автоматизированные торговые услуги» (automated trading services, ATS), при этом важно отметить, что данное понятие не включает в себя сервисы, предоставляемые признанной³ биржей (recognized exchange company, REC) или признанной клиринговой организацией (recognized clearing house, RCH). К деятельности последних применяются более жесткие регулятивные требования, в частности:

- заявка на получение статуса признанной биржи проходит процедуру публичного обсуждения и должна быть согласована с Финансовым секретарем (Financial Secretary), что отражает значимость данного института и его воздействие на финансовый рынок и общество в целом⁴;
- лицо, контролирующее признанную биржу (единолично или совместно с аффилированными лицами владеющее не менее 35% голосующих акций биржи, либо чьи указания являются для менеджмента обязательными), а также ее миноритарные акционеры (владеющие не менее 5% голосующих акций) проходят процедуру одобрения Комиссией после консультаций с Финансовым секретарем;
- назначение руководителей признанной биржи и признанного биржевого контролера требует согласования с Комиссией, а кандидатура председателя признанного биржевого контролера – также с главой исполнительной власти Гонконга;
- признанная биржа имеет иммунитет в отношении гражданской (но не уголовной) ответственности в отношении

³ Под «признанной» понимается иностранная организация, внесенная в соответствующий реестр, чьи статус и деятельность признаются в качестве таковых согласно законодательству Гонконга.

⁴ Так, в 1998 г. на фоне Азиатского кризиса в течение двух недель Гонконгская биржа стала площадкой для проведения прямых государственных интервенций. Операции правительства с акциями в этот период составляли в среднем 72% оборота биржи [3].

действий или бездействия, связанных с исполнением ею требований Закона Гонконга, а также собственных правил⁵;

- в отношении признанных бирж действуют более широкие обязательства в части раскрытия информации и предоставления отчетности.

Существуют два режима допуска на рынок для лиц, предоставляющих автоматизированные торговые услуги:

- разрешение на предоставление автоматизированных торговых услуг в соответствии с частью III Закона Гонконга (Part III ATS Providers);
- лицензирование или регистрация в соответствии с частью V Закона Гонконга (Part V ATS Providers).

Первый режим применяется, если предоставление автоматизированных торговых услуг является для участника рынка основной функцией по сравнению с дилерской деятельностью. Такие организаторы торговли, как правило, предоставляют сервисы, схожие с функционалом традиционных бирж и клиринговых организаций (в том числе выполняющих функции центрального контрагента). Второй режим применяется, когда предоставление автоматизированных торговых услуг является для участника рынка дополнительным видом деятельности по сравнению с дилерской деятельностью, то есть для систем, организуемых дилерами для заключения сделок со своими клиентами (single-dealer platforms).

Комиссия ведет реестр организаций, имеющих разрешение на предоставление автоматизированных торговых услуг в соответствии с частью III Закона Гонконга. В настоящее время он включает 49 организаторов торговли из 10 стран мира, из них лишь шесть компаний зарегистрированы в Гонконге (рис. 1).

⁵ Лица, предоставляющие автоматизированные торговые услуги, имеют иммунитет от гражданской ответственности только в отношении действий или бездействия, связанных с исполнением ими требований Закона (но не собственных правил).

За период 2010–2016 гг. число иностранных бирж и операторов рынка, признанных провайдерами автоматизированных торговых услуг, увеличилось почти в три раза – с 15 до 43. Это является дополнительным свидетельством высокой степени открытости национального финансового рынка для иностранных участников, в том числе инфраструктурных организаций.

Среди мер, направленных на защиту прав инвесторов, следует выделить создание в 2003 г. Компенсационного фонда (Investor Compensation Fund). В 2015 г. его размер достиг 2,2 млрд долл. США. Средства фонда предназначены для выплаты компенсаций инвесторам, потерпевшим убытки вследствие нарушений со стороны лицензированных посредников или признанных институтов финансового рынка по операциям с финансовыми инструментами, допущенным к торгам на Гонконгской бирже. Лимит на одну выплату составляет 150 тыс. гонконгских долларов (20 тыс. долл. США).

Средства фонда формируются из следующих источников:

- компенсационный сбор инвесторам (Investor Compensation Levy) взимается с каждой биржевой операции (0,002% от суммы каждой сделки уплачивается обеими сторонами по сделке);
- доход от размещения средств фонда на банковских депозитах;
- трансферы из Объединенного биржевого компенсационного фонда (Unified Exchange Compensation Fund) и Компенсационного фонда товарной биржи (Commodity Exchange Compensation Fund).

Таким образом, в настоящее время в Гонконге действует единая компенсационная система по операциям на финансовом рынке, предусматривающая возможность перераспределения средств между несколькими компенсационными фондами [4]. В настоящее время данная система охватывает лишь биржевые операции и не распространяется на

автоматизированные торговые сервисы, однако такая возможность обсуждается.

Изменения в системе регулирования инфраструктурных организаций финансового рынка, произошедшие в Гонконге в 2015–2016 гг. и направленные на повышение прозрачности операций и установление более справедливого ценообразования на фондовом рынке, непосредственно затронули и «пулы темной ликвидности» (dark pools)⁶. Так, в 2015 г. вступили в силу изменения в Кодекс профессиональной этики для лиц, лицензируемых или регистрируемых Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам⁷. Ключевые положения указанных изменений сводятся к следующему:

- индивидуальные инвесторы (в том числе индивидуальные профессиональные инвесторы и инвестиционные компании, принадлежащие им единолично) не могут заключать сделки через альтернативные пулы ликвидности;
- заявки клиентов, подаваемые в упрощенном порядке, приравниваются к собственным заявкам брокера и имеют более низкий приоритет исполнения в альтернативном пуле ликвидности по сравнению с агентскими заявками;
- брокеру не обязательно запрашивать разрешение клиента на перенаправление его заявок в альтернативные пулы ликвидности, однако клиенту должна быть предоставлена возможность отказаться от этого.

Практически сразу после введения указанных норм отмечено значительное сокращение объема операций, осуществляемых

посредством альтернативных пулов ликвидности⁸. Следует, однако, отметить, что до введения указанного ограничения «пулы темной ликвидности» не играли определяющей роли на финансовом рынке Гонконга. Так, в августе 2014 г. в стране насчитывалось лишь 16 лицензированных операторов альтернативных пулов ликвидности, на которые приходилось лишь 2–3% торгового оборота рынка акций – значительно меньше, чем в США или ЕС⁹. По данным Комиссии, к апрелю 2015 г. (то есть еще до ужесточения регулятивных норм) указанная доля снизилась до 0,9%¹⁰. Тем не менее регулятор признает важность сохранения таких институтов и считает, что в будущем они могут существенно повлиять на развитие инфраструктуры финансовых рынков. Это может быть связано с тем, что распространение электронных торговых систем приводит к уменьшению размера одной сделки (это происходит в том числе и за счет дробления заявок в торговой системе для достижения наилучшей цены исполнения), в то время как институциональные инвесторы испытывают потребность в совершении сделок с крупными пакетами акций, не оказывая существенного влияния на ценовую конъюнктуру рынка в краткосрочной перспективе.

Клиринг и расчеты по сделкам с ценными бумагами, в том числе заключаемым с использованием автоматизированных торговых сервисов, производятся Центральным отделением денежного рынка (Central Money Markets Unit, CMU), выполняющим функции центрального депозитария и осуществляющего электронный клиринг и расчеты по ценным бумагам, обращающимся на внебиржевом

⁶ В законодательстве Гонконга они получили название альтернативных пулов ликвидности (alternative liquidity pools, ALP).

⁷ Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission – Securities and Futures Commission. Hong Kong. Eleventh Version. March 2016. URL: <http://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-current/web/codes/code-of-conduct-for-persons-licensed-by-or-registered-with-the-securities-and-futures-commission/Code%20of%20Conduct%20for%20Persons%20Licensed%20by%20or%20Registered%20with%20the%20Securities%20and%20Futures%20Commission.pdf>

⁸ Hong Kong's 'dark pools' start to dry up after new rules rolled out. *The Wall Street Journal*, March 4, 2016. URL: <http://www.wsj.com/articles/hong-kong-dark-pool-trading-volume-sinks-after-new-rules-rolled-out-1457095088>

⁹ Dark Pools. Jonathan Cary, Partner, Smyth & Co in association with RPC. *Hong Kong Lawyer*, August 2014. URL: <http://www.hk-lawyer.org/content/dark-pools>

¹⁰ SFC enhances regime to regulate alternative liquidity pools. Securities and Futures Commission. May 15, 2015. URL: <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR15>

рынке. Важно отметить, что СМУ не выполняет функций центрального контрагента и производит два вида расчетов: «поставка против платежа» (delivery versus payment, DVP) и «поставка, свободная от платежа» (free of payment, FOP) [5].

Особое положение Гонконга как посредника между китайским и глобальным финансовыми рынками приводит к необходимости совершенствования технологий взаимодействия расчетно-клиринговых систем рынков Китая и Гонконга. Так, для обеспечения взаимного торгового доступа между Шанхайской и Гонконгской биржами в 2014 г. была создана система Stock Connect. Данная система позволяет инвесторам при использовании торговых систем одной биржи заключать сделки с акциями, обращающимися на другой бирже в рамках дневных квот. В настоящее время дневная квота для северной части (сделки, заключаемые на торгах Шанхайской биржи инвесторами, осуществляющими доступ через Гонконгскую биржу) составляет 13 млрд юаней, для южной части (сделки, заключаемые на торгах Гонконгской биржи инвесторами, осуществляющим доступ через Шанхайскую биржу) – 10,5 млрд юаней [4]. Хотя данная тенденция еще не нашла отражения на внебиржевом рынке, где по-прежнему действуют различные стандарты пост-трейдингового обслуживания и отсутствует механизм сквозной обработки торговых операций (straight-through processing).

В целом даже с учетом проведенных реформ регулирование деятельности электронных торговых систем в Гонконге остается достаточно стабильным и последовательным. Это обусловлено тем, что рассмотренная нами нормативная база основана на англосаксонских юридических традициях, а многие стандарты и нормы, действующие в Гонконге, имели длительную практику применения в Великобритании.

Сингапур

Основным нормативным актом, регулирующим деятельность институтов финансового рынка в Сингапуре, является Закон о ценных бумагах и фьючерсах (далее – Закон Сингапура)¹¹. Регулирование и надзор за деятельностью организаторов торговли, в том числе электронных торговых систем, осуществляет мегарегулятор финансового рынка – Валютное управление Сингапура (Monetary Authority of Singapore, далее – MAS). На основании Закона мегарегулятором разработаны Стандарты регулирования финансового рынка (далее – Стандарты)¹², в которых разъясняются и детализируются основные положения законодательства. Важно отметить, что в Сингапуре на уровне законодательства не регламентированы многие положения и процедуры, связанные с деятельностью торговых систем, в частности: механика работы, порядок допуска участников к торгам, права и обязанности участников торгов, порядок заключения сделок, управления обеспечением и др. Операторы торговых систем самостоятельно определяют указанные положения и закрепляют их в правилах торговли.

Большинство участников, предоставляющих торговые и пост-трейдинговые услуги на финансовом рынке Сингапура, являются дочерними организациями зарубежных участников рынка или нерезидентами (табл. 1). Регулирование их деятельности на базе англосаксонской модели позволяет преодолеть различия в национальных стандартах, фактически исключить необходимость синхронизации требований законодательства в процессе допуска зарубежного участника на национальный финансовый рынок (что неизбежно возникает в странах, где сложилась

¹¹ Securities and Futures Act (Chap. 289). Singapore Statutes Online. URL: <http://statutes.agc.gov.sg/aol/search/display/view.w3p;page=0;query=DocId:%2225de2ec3-ac8e-44bf-9c88-927bf7eca056%22%20Status:inforce%20Depth:0;rec=0>

¹² Guidelines for the Regulation of Markets (SFA 02-G01). Monetary Authority of Singapore. July 1, 2005. URL: http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation_guidelines/securities_futures/sub_legislation/Guidelines_Regulation_of_Markets.pdf

континентальная модель). К примеру, зарубежная компания может получить статус признанного оператора рынка и допущена на финансовый рынок Сингапура, если она имеет разрешение (лицензию) на аналогичный вид деятельности в своей национальной юрисдикции при условии, что регулирование деятельности операторов рынка в данной юрисдикции базируется на тех же принципах, что и в Сингапуре. Обратной стороной данной системы является норма, согласно которой определенные обстоятельства, возникшие в зарубежной юрисдикции (например, нарушение законодательства об инсайдерской торговле или прохождение процедуры банкротства), могут иметь последствия на территории Сингапура – например, стать основанием для проверки регулятором или освобождения руководителя компании от занимаемой должности.

В целом отметим, что законодательство Сингапура о финансовых рынках является одним из самых либеральных в мире. Это соотносится с политикой государства, нацеленной на поддержание конкурентоспособности и высоких темпов роста национальной экономики в постиндустриальную эпоху, а также дальнейшее развитие Сингапура как международного финансового центра¹³. В 2016 г. Сингапур занимал 2-е место в глобальном рейтинге конкурентоспособности и по индексу экономической свободы.

В настоящее время в Сингапуре торговля ценными бумагами и производными финансовыми инструментами – как на биржевом, так и на внебиржевом организованном рынке – осуществляется исключительно в электронной форме. Согласно Закону Сингапура (параграф 6), организованная торговля может существовать в двух формах: утвержденной биржи (approved exchange) и признанного оператора рынка (recognized market

operator)¹⁴. В то же время следуя англосаксонской традиции, законодательство не содержит прямых юридических определений указанных организаторов торговли. Рассмотрим более подробно понятия «рынок» и «оператор рынка», а также ключевые методологические вопросы, связанные с их определением.

1. В качестве рынка ценных бумаг или фьючерсного рынка законодательство Сингапура рассматривает лишь систему отношений, где на постоянной основе работает множество продавцов и покупателей. Следовательно, торговые системы, где действует лишь один продавец или один покупатель (например, онлайн-аукционы или площадки государственных закупок), не могут быть признаны в качестве рынков, а операторы таких систем – в качестве операторов рынка.

2. Понятие «оператор рынка» (применительно к рынку ценных бумаг и фьючерсному рынку) не распространяется на организации, выступающие исключительно в качестве посредников по передаче торговых заявок (order routing facilities), в том числе лицензированных финансовых посредников – например, брокеров. Кроме того, к операторам рынка не могут быть отнесены организации, обеспечивающие лишь передачу данных о торговых поручениях без их обработки и мэтчинга (например, операторы связи), а также разработчики программного обеспечения (technology service providers) и информационные агентства¹⁵.

¹⁴ Закон (параграфы 14–15) также предусматривает возможность освобождения оператора рынка от процедуры признания с присвоением соответствующего статуса (exempt market operator), однако автору не удалось найти информацию о применении данного положения Закона на практике. На сайте MAS отсутствуют какие-либо данные о таких операторах рынка.

¹⁵ В зависимости от специфики деятельности и вида предоставляемой информации таким компаниям может быть необходимо получить лицензию финансового консультанта (financial adviser), однако они не могут рассматриваться в качестве операторов рынка.

¹³ Бахтараева К.Б. Сингапур: роль финансовой системы в «экономическом чуде» // *Финансы и кредит*. 2015. № 39. С. 2–13.

3. Понятие «оператор рынка» не включает в себя сервисы, с помощью которых осуществляется первичное размещение ценных бумаг в форме разовых сделок, поскольку данная деятельность регулируется другими механизмами, такими как требования по раскрытию информации, принцип разумной осмотрительности (*due diligence*) и др. Кроме того, ценные бумаги, являющиеся объектом сделок, на момент совершения операций не могут быть квалифицированы как обращающиеся (*issued securities*), а следовательно, данные отношения не относятся к определению «рынок ценных бумаг».
4. Оператором рынка может быть признана лишь организация, осуществляющая централизованный прием заявок на покупку и продажу, обеспечивая тем самым функцию ценообразования (*price discovery*). Интересно отметить, что заключение сделок при этом не является обязательным условием: достаточный критерий признания организации в качестве оператора рынка – это «разумные ожидания» (*reasonable expectation*), что участники рынка могут заключать сделки с использованием ее сервисов. Предоставление услуг централизованного клиринга и расчетов также не является обязательным условием признания лица в качестве оператора рынка. Таким образом, законодательство Сингапура квалифицирует системы индикативных котировок (*bulletin boards*) как организованный рынок ценных бумаг, а операторов таких систем – как операторов рынка.
5. Компания признается оператором рынка и подлежит регулированию в соответствии с законодательством Сингапура и требованиями MAS, если она предоставляет участникам торгов, находящимся в Сингапуре, прямой доступ к заключению сделок с ценными бумагами или фьючерсными контрактами (то есть для заключения сделок в торговой системе участнику рынка, находящемуся в Сингапуре, не требуется привлечения иностранных посредников).
- Закон Сингапура (параграф 42) вводит ограничения на состав инструментов, которые могут обращаться посредством признанных операторов рынка. В частности, не могут быть объектом торговли:
- фьючерсные контракты;
 - производные финансовые инструменты, базисным активом которых являются акции, облигации и другие долговые ценные бумаги;
 - контракты на разницу цен, стоимость которых основана на изменении курсовой стоимости акций, облигаций и других долговых ценных бумаг, а также групп (портфелей) указанных ценных бумаг и фондовых индексов.
- Указанные категории финансовых инструментов по общему правилу могут выступать только в качестве объектов биржевой торговли. Тем не менее MAS вправе в порядке исключения предоставить отдельным признанным операторам рынка возможность выступать в качестве торговой площадки по указанным инструментам. Данный факт является дополнительным свидетельством высокой степени гибкости системы регулирования деятельности торговых посредников в Сингапуре.
- «Пулы темной ликвидности», также известные как пересекающиеся сети (*crossing networks*), представляют собой альтернативные торговые площадки, где участники рынка могут совершать сделки с крупными пакетами акций, обращающимися на биржах. Потенциальные проблемы, вызванные деятельностью таких пулов, связаны с возможной фрагментацией рынка и отсутствием прозрачности, что может негативно сказаться на ликвидности рынка в целом. MAS признало указанные проблемы и в 2007 г. распространило режим регулирования деятельности признанных операторов рынка на торговые услуги в рамках «пулов темной

ликвидности»¹⁶. Совершать сделки посредством «пулов темной ликвидности» могут только институциональные инвесторы. Оператор рынка в свою очередь обязан гарантировать, что совершение сделок в данном режиме не приводит к нарушению справедливости ценообразования на рынке, не препятствует организации эффективного риск-менеджмента и не нарушает общественных интересов.

В настоящее время заявки (ордера) на сумму более 150 тыс. сингапурских долларов (110 тыс. долл. США) и/или включающие более 50 тыс. акций, могут исполняться вне торговой системы Сингапурской биржи (SGX). Члены биржи имеют возможность согласовывать такие сделки непосредственно друг с другом. На указанные сделки распространяются правила торговли Сингапурской биржи, которые предусматривают направление участниками информации о сделке на биржу в течение 600 секунд с момента ее заключения. Указанный порядок дает возможность институциональным инвесторам заключать крупные сделки, минимизировать при этом негативное воздействие на рынок (краткосрочное резкое изменение биржевой цены в результате совершения крупной сделки) и обеспечить его прозрачность и целостность. Важно отметить, что MAS позволяет заключать в режиме «пулов темной ликвидности» только крупные сделки, объем которых превышает указанные ограничения по биржевым операциям. В качестве дополнительной меры, направленной на предотвращение утечки ликвидности с биржевого рынка, MAS устанавливает лимиты на объемы операций в «пулах темной ликвидности» по каждой акции, обращающейся на Сингапурской бирже.

Проведенный анализ показывает, что функционирование «пулов темной ликвидности» в Сингапуре тесно связано

с деятельностью национальной биржи. Следует признать, что избранная система регулирования позволяет преодолеть фрагментацию рынка, ограничить негативное воздействие на цены при совершении институциональными инвесторами крупных сделок и сохранить достаточную степень прозрачности рынка, что в целом соответствует современным тенденциям развития биржевых торговых технологий.

Следует особо отметить практику регулирования краудфандинга на основе ценных бумаг (securities-based crowdfunding)¹⁷, действующую в Сингапуре. Согласно Закону (параграфы 272А и 272В), компания-эмитент освобождается от обязанности регистрации проспекта ценных бумаг при размещении ценных бумаг не только среди аккредитованных и институциональных инвесторов (AIs/PIs) путем направления адресных предложений (personal offers)¹⁸, но и среди частных инвесторов, если соблюдается хотя бы одно из следующих условий:

- совокупная рыночная стоимость ценных бумаг, размещенных эмитентом в течение 12-месячного периода, не превышает 5 млн сингапурских долларов (3,7 млн долл. США) (небольшое размещение);
- совокупное количество инвесторов, которым были предложены ценные бумаги в течение 12-месячного периода, не превышает 50 (частное размещение).

Размещение ценных бумаг может происходить как напрямую, так и через краудфандинговые платформы, которые представляют собой дилерские торговые системы (inter-dealer systems). Отметим, что с юридической точки зрения такие платформы могут не попадать под определение регулируемых рынков, по крайней мере в отношении первичного

¹⁶ Reply to PQ on Regulatory Framework for Dark Pools. Monetary Authority of Singapore. 2009. URL: <http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/parliamentary-replies/2010/reply-to-pq-on-regulatory-framework-for-dark-pools.aspx>

¹⁷ Указанный термин не встречается в Законе, однако используется регулятором в официальных консультационных материалах для участников рынка.

¹⁸ Необходимым условием является также наличие ранее установленных деловых отношений между эмитентом ценных бумаг и потенциальным инвестором.

размещения ценных бумаг, однако MAS не усматривает противоречия в этой части [6].

Признавая важность расширения источников привлечения средств компаниями малого и среднего бизнеса (в том числе за счет упрощения доступа к инструментам рынка ценных бумаг), MAS в 2016 г. выступило с инициативой снижения до 50 тыс. сингапурских долларов (37 тыс. долл. США) минимального размера капитала и лимита операционного риска для держателей лицензии дилера, включая аккредитованных и институциональных инвесторов (AIs/PIs). Данная мера позволит расширить круг профессиональных инвесторов в быстрорастущие компании малого и среднего бизнеса, в том числе стартапы. В то же время инвестиции в такие ценные бумаги являются источником повышенного риска, особенно для частных (неквалифицированных) инвесторов. Поскольку защита интересов инвесторов является приоритетом MAS, регулятором сформулировано дополнительное требование к операторам краудфандинговых платформ, предусматривающее наличие процедуры предварительного отбора частных инвесторов (pre-qualification). В ходе этого отбора оператор краудфандинговой платформы должен удостовериться, что потенциальный инвестор имеет достаточные знания и опыт инвестирования в проекты такого рода либо данные инвестиции отвечают ожиданиям инвестора относительно потенциальной доходности и уровня принимаемых рисков.

Несмотря на то что указанные предложения регулятора еще не прошли полноценную апробацию на практике, по нашему мнению, опыт Сингапура заслуживает внимания и может быть взят за основу при разработке модели краудфандинга с использованием инструментов фондового рынка в России. Несомненным преимуществом такого подхода является то, что при сопоставимом уровне риска существует возможность обеспечить более высокий уровень защиты интересов частного инвестора по сравнению с популярными краудфандинговыми

онлайн-сервисами (Gofundme, Kickstarter, Indiegogo и др.). Это достигается за счет того, что права инвестора удостоверяются ценной бумагой – публичным документом, признаваемым государством и обязательным для исполнения.

Приведенный обзор показывает, что торговая инфраструктура финансового рынка, сложившаяся в Сингапуре, имеет ряд общих черт с Гонконгом. Это сходство проявляется и в подходах к регулированию: англосаксонская традиция в нормотворчестве, относительно свободный доступ глобальных операторов на национальный рынок, обеспечение максимальной прозрачности рынков и справедливости ценообразования (в том числе при регулировании «пулов темной ликвидности»), активное стимулирование финансовых инноваций и др. Вместе с тем между рассматриваемыми странами существуют и различия. К примеру, в Сингапуре более активно развиваются исламские финансы и торговля товарными деривативами: в 2010 г. была создана первая паназиатская мультипродуктовая товарная биржа – Singapore Mercantile Exchange (SMX). Реализация таких проектов, как международная интеграция в рамках АСЕАН и развитие глобального страхового центра в Сингапуре [7, 8], потребует внесения изменений в нормативную базу финансового рынка, в том числе в части регулирования электронных торговых систем.

Применение зарубежного опыта на российском финансовом рынке

Специфика российского финансового рынка заключается в том, что организованный рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов представлен исключительно биржами: в настоящее время действующие лицензии имеют 7 организаций¹⁹. Несмотря на то что ФЗ «Об организованных торгах»²⁰

¹⁹ Реестры субъектов рынка ценных бумаг и товарного рынка. Банк России. URL: http://www.cbr.ru/finmarket/super_vision/sv_secur

²⁰ Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

предусматривает такую форму организатора торговли, как торговая система, данные институты финансового рынка в России отсутствуют (следует отметить, что их появление в настоящее время не представляется возможным в связи с отсутствием необходимых подзаконных актов, регламентирующих деятельность торговых систем). Это является одним из факторов, обуславливающих высокую фрагментарность рынка [9, 10]. В то же время растущий объем международных портфельных инвестиций, особенно в части долговых инструментов²¹ (рис. 2), косвенно свидетельствует о том, что российские инвесторы и финансовые институты уже активно пользуются услугами иностранных посредников, включая торговые платформы. По нашему мнению, «легализация» подобных институтов в России (по примеру Гонконга и Сингапура) для квалифицированных инвесторов не приведет к росту общего уровня системного риска, однако позволит существенно повысить прозрачность национального финансового рынка. Следует также отметить, что распространение электронных торговых систем не обязательно приведет к оттоку ликвидности с рынков Московской биржи: к примеру, после введения ЕС в 2007 г. директивы MiFID²², целью которой являлось выравнивание конкурентных условий для различных участников рынка, увеличение объемов торговли акциями в альтернативных торговых системах сопровождалось ростом оборотов Лондонской фондовой биржи (LSE) [11]. Важно подчеркнуть, что «легализация» отдельных институтов финансового рынка (в особенности институтов «второго уровня», таких как альтернативные торговые системы) может быть более эффективной стратегией, чем разработка собственной системы регулирования и лицензирования

²¹ В мировой практике, в том числе и в странах Азии, торговля долговыми ценными бумагами осуществляется преимущественно на внебиржевом рынке – таким образом, ключевую роль в организации их обращения играют именно электронные (альтернативные) торговые системы [15].

²² Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April, 2004 On Markets in Financial Instruments. URL: <http://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2004/39/2006-04-28>

с одновременным закрытием рынка для иностранных участников, как это произошло в 2016 г. с введением в России системы регулирования форекс-дилеров [12].

В случае реализации данного предложения регулятору следует обратить внимание на защиту средств инвесторов, для чего следует обратить внимание на опыт Гонконга по формированию единой системы компенсационных фондов, но с некоторыми оговорками. Во-первых, действие компенсационных фондов следует распространить лишь на внебиржевой сектор, поскольку пост-трейдинговая инфраструктура российского биржевого рынка, ядром которой является центральный контрагент – Банк НКЦ, в целом соответствует международным требованиям, представляется достаточно надежной и не требует создания дополнительной системы финансовых гарантий [13, 14]. Во-вторых, формирование компенсационных фондов целесообразно лишь в том случае, если клиентами электронных торговых систем могут стать неквалифицированные инвесторы – в частности, физические лица²³.

Следует обратить внимание и на создание систем, аналогичных китайско-гонконгской Stock Connect, которые могут связать Московскую биржу и ведущие биржи стран ЕАЭС. Данная мера может способствовать преодолению фрагментарности национальных рынков, облегчить движение капиталов и укрепить экономические связи между странами – членами союза [15].

Помимо представленных предложений, при совершенствовании российской нормативной базы в области финансовых рынков может быть использован подход к определению понятия «оператор рынка» в законодательстве Сингапура, а также опыт данной страны

²³ Интересно отметить, что ст. 19 Федерального закона от 05.03.1999 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» предусмотрено создание федерального компенсационного фонда для физических лиц, однако такой фонд до сих пор не сформирован.

в регулировании рынка краудфандинга на основе ценных бумаг.

В заключение следует еще раз подчеркнуть, что конвергенция биржевой и внебиржевой торговли является одной из ключевых тенденций на современном этапе развития мирового финансового рынка, причем данный процесс, как правило, не является игрой с нулевой суммой с точки зрения перераспределения ликвидности и объемов торговли. Как показывает международный опыт, фрагментация рынков, неизбежно возникающая в связи с распространением альтернативных торговых площадок, может быть преодолена за счет развития

торговых технологий [16]. С учетом растущей интернационализации операций с финансовыми активами детальное изучение и внедрение лучших практик регулирования внебиржевого рынка, в частности электронных торговых систем, представляется одним из важнейших условий поддержания конкурентоспособности российского фондового рынка. При этом особое внимание, по нашему мнению, необходимо уделить ослаблению регулятивной нагрузки и преодолению излишнего протекционизма в части признания иностранных торговых платформ и организации их допуска на российский рынок.

Таблица 1

Инфраструктурные организации, имеющие разрешение на осуществление профильной деятельности на территории Сингапура в соответствии с Законом о ценных бумагах и фьючерсах (по состоянию на 01.01.2017)

Table 1

Financial market infrastructure companies authorized to operate in Singapore according to the Securities and Futures Act (as of January 1, 2017)

Институты финансового рынка	Национальные организации	Дочерние организации зарубежных участников рынка	Нерезиденты
Утвержденные биржи (approved exchanges)	2	1	–
Признанные операторы рынка (recognized market operators)	1	3	26
Утвержденные клиринговые организации (approved clearing houses)	2	2	–
Признанные клиринговые организации (recognized clearing houses)	–	–	2
Лицензированные торговые репозитории (licensed trade repositories)	–	1	–

Источник: Number of Financial Institutions and Relevant Organizations in Singapore. Monetary Authority of Singapore. URL: <https://masnetvc.mas.gov.sg/FID.html>

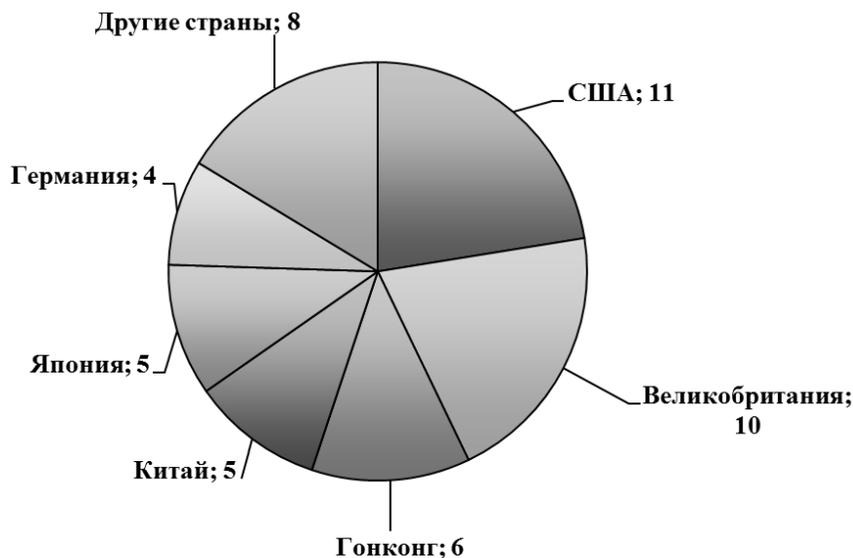
Source: Number of Financial Institutions and Relevant Organizations in Singapore. Monetary Authority of Singapore. URL: <https://masnetvc.mas.gov.sg/FID.html>

Рисунок 1

Государственная принадлежность организаторов торговли, действующих на территории Гонконга в соответствии с частью III Закона о ценных бумагах и фьючерсах (по состоянию на 01.01.2017)

Figure 1

The country origin of providers, authorized to operate in Hong Kong according to Part III Securities and Futures Ordinance (as of January 1, 2017)



Источник: Register of Automated Trading Services Authorized under Part III of the Securities and Futures Ordinance. Securities and Futures Commission. URL: <http://www.sfc.hk/web/EN/regulatory-functions/market-infrastructure-and-trading/approved-or-authorized-entities/register-of-automated-trading-services-authorized-under-part-iii-of-the-sfo/>

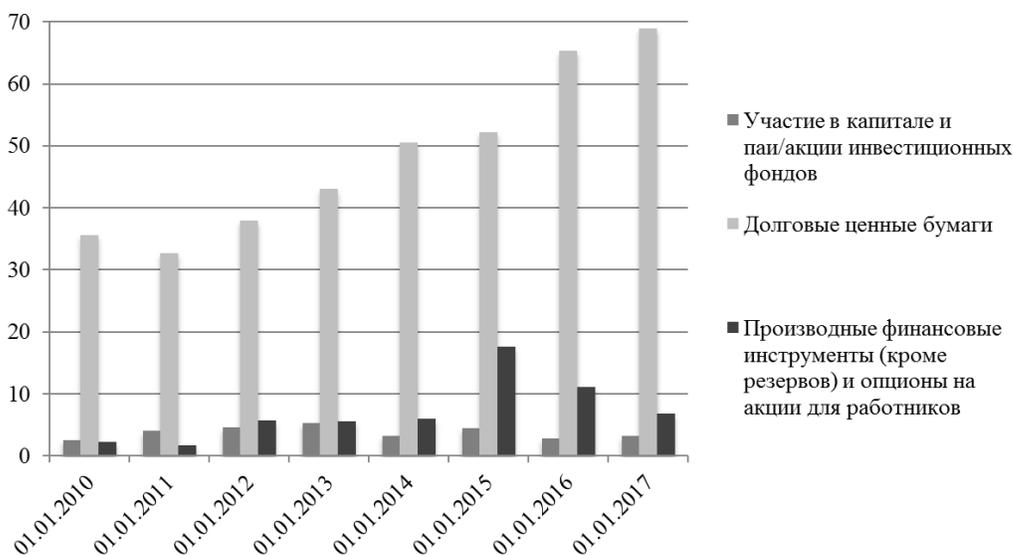
Source: Register of Automated Trading Services Authorized under Part III of the Securities and Futures Ordinance. Securities and Futures Commission. URL: <http://www.sfc.hk/web/EN/regulatory-functions/market-infrastructure-and-trading/approved-or-authorized-entities/register-of-automated-trading-services-authorized-under-part-iii-of-the-sfo/>

Рисунок 2

Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2010–2017 гг. – активы (отдельные показатели), млрд долл. США

Figure 2

International investment position of the Russian Federation in 2010–2017: assets (selected indicators), billion USD



Источник: Международная инвестиционная позиция Российской Федерации. Банк России.

URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs>

Source: International investment position of the Russian Federation. The Bank of Russia.

URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs>

Список литературы

1. Демина Я.В. Финансовые рынки стран Восточной Азии: интеграция и конвергенция // Пространственная экономика. 2016. № 3. С. 81–104. URL: http://spatial-economics.com/images/spatial-economics/3_2016/SE.2016.3.081-104.Dyomina.pdf
2. Jiang G., Tang N., Law E. Electronic Trading in Hong Kong and Its Impact on Market Functioning. *BIS Papers*, 2002, no. 12, pp. 124–137. URL: https://docviewer.yandex.ru/view/5598576/?*=%2FaTK2HyIHrXGITKTTwaxQ%2BKAJg97InVybCI6Imh0dHA6Ly93d3cuYmlzLm9yZy9wdWJsL2JwcGRmL2Jpc3BhcDEyZy5wZGYiLCJ0aXRzZSI6ImJpc3BhcDEyZy5wZGYiLCJ1aWQ1aWQ1NTk4NTc2IiwieXUiOiI2ODc5NjQxMzIxNTA2NDU1NjE1Iiwibm9pZnJhbWUiOnRydWUsInRzljoxNTA3MTMzMzcyMDk3fQ%3D%3D&page=1&lang=en
3. Ильин Е. Государственные интервенции на фондовых рынках: опыт России и Гонконга // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2010. № 3. С. 211–220.
4. Данилов Ю.А. Опыт реформ финансовых рынков в странах – конкурентах России на глобальном рынке капитала. М.: Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара, 2016. 164 с.

5. *Обаева А.С., Пряжникова Ю.А.* Инфраструктура финансового рынка Гонконга: платежные системы и системы расчета по ценным бумагам // *Деньги и кредит*. 2013. № 1. С. 59–68.
6. *Hu Ying.* Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore. *Centre for Banking & Finance Law, National University of Singapore Working Paper*, 2015, 54 p.
URL: http://law.nus.edu.sg/cbfl/pdfs/working_papers/CBFL-WP-HY01.pdf
7. *Park Cyn-Young.* Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence. *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*, 2013, no. 351, 29 p.
URL: <https://ru.scribd.com/document/179849860/Asian-Capital-Market-Integration-Theory-and-Evidence>
8. *Hong Bum Jang.* Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications. *IMES Discussion Paper Series*, 2011, no. 2011-E-5, 96 p. URL: <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/11-E-05.pdf>
9. *Миркин Я.М.* Финансовый конструктивизм. М.: Лингва-Ф, 2014. 360 с.
10. *Миркин Я.М.* Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды. М.: Магистр, 2015. 176 с.
11. *Burger J.D., Warnock F.E., Warnock V.C.* Bond Market Development in Developing Asia. *ADB. Economics Working Paper Series*, 2015, no. 448, 26 p.
URL: <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/173190/ewp-448.pdf>
12. *Соловьев П.Ю., Мальшев П.Ю.* Возможности и перспективы развития института форекс-дилеров в России // *Деньги и кредит*. 2016. № 11. С. 41–50.
13. *Астапов К.Л.* Модернизация инфраструктуры российского рынка ценных бумаг в соответствии с международными принципами // *Деньги и кредит*. 2014. № 3. С. 27–34.
14. *Кудрявцева Л.Н.* Институт центрального контрагента на финансовом пространстве ЕАЭС // *Банковское дело*. 2017. № 2. С. 50–56.
15. *Гусева И.А., Кудинова М.М., Мальшев П.Ю. и др.* Фондовые рынки стран СНГ: состояние и перспективы интеграции. М.: Русайнс, 2015. 192 с.
16. *Майоров С.И., Оксенойт Г.К.* Рынок государственных ценных бумаг: инструменты и организация. М.: Статистика России, 2006. 311 с.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

REGULATION OF ELECTRONIC TRADING SYSTEMS: THE IMPLEMENTATION OF HONG KONG AND SINGAPORE EXPERIENCE IN THE RUSSIAN STOCK MARKET**Pavel Yu. MALYSHEV**Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
PYUMalyshev@fa.ru**Article history:**Received 23 August 2017
Received in revised form
6 September 2017
Accepted
21 September 2017
Available online
16 October 2017**JEL classification:** G18,
G28, K22**Keywords:** regulation,
over-the-counter market,
electronic trading system,
dark pool, crowdfunding**Abstract****Importance** The paper discusses the current issues of regulating alternative electronic trading systems, dark pools and crowdfunding platforms based on securities in the financial markets of Hong Kong and Singapore, as well as the possibilities of introducing the experience of these countries in the Russian stock market.**Objectives** The paper aims to develop practical recommendations to improve the Russian regulatory system for over-the-counter (OTC) stock market institutions based on the analysis of best foreign approaches and methods.**Methods** In this study, I used the methods of statistical grouping, analysis and synthesis.**Results** The results of the study show that the admission of leading foreign electronic trading systems to the Russian financial market will have a positive impact on its transparency, while maintaining the overall level of systemic risk, without the expectation of a significant liquidity outflow from the stock market.**Conclusions** Despite the fact that most of the institutions of the OTC market operating in the countries under consideration are of foreign origin, their admission to the financial market is fairly liberal. There is a tendency to tighten the requirements for the dark pools operators to maximize the convergence of this segment with the major stock markets.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

Please cite this article as: Malyshev P.Yu. Regulation of Electronic Trading Systems: The Implementation of Hong Kong and Singapore Experience in the Russian Stock Market. *Finance and Credit*, 2017, vol. 23, iss. 37, pp. 2226–2242.<https://doi.org/10.24891/fc.23.37.2226>**Acknowledgments**The article is based on the results of research on *The Development of Proposals to Improve Financial Market Intermediaries, Including the Area of Post-Trading Services, in order to Improve the Financial Market Infrastructure*, completed at the Financial University under the Government of the Russian Federation in 2016–2017, by order of NP RTS Association.**References**

1. Demina Ya.V. [East Asian Capital Markets: Integration and Convergence]. *Prostranstvennaya ekonomika = Spatial Economics*, 2016, no. 3, pp. 81–104. (In Russ.)
URL: http://spatial-economics.com/images/spatial-economics/3_2016/SE.2016.3.081-104.Dyomina.pdf
2. Jiang G., Tang N., Law E. Electronic Trading in Hong Kong and Its Impact on Market Functioning. *BIS Papers*, 2002, no 12, pp. 124–137.
URL: https://docviewer.yandex.ru/view/5598576/?*=%2FaTK2HyIHRXGITKTTwaxQ%2BKAJg97InVyBCI6Imh0dHA6Ly93d3cuYmlzLm9yZy9wdWJsL2JwcGRmL2Jpc3BhcDEyZy5wZGYiLCJ0aXRzZSI6ImJpc3BhcDEyZy5wZGYiLCJ1aWQ1I1NTk4NTc2IiwieXUiOiI2ODc5NjQxMzIxNTA2NDU1NjE1Iiwibm9pZnJhbWUiOnRydWUsInRzljoxNTA3MTMzMzcyMDk3fQ%3D%3D&page=1&lang=en

3. Il'in E. [State Intervention in the Stock Market: Experience in Russia and Hong Kong]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossijskoj akademii nauk*, 2010, no. 3, pp. 211–220. (In Russ.)
4. Danilov Yu.A. *Opyt reform finansovykh rynkov v stranakh – konkurentakh Rossii na global'nom rynke kapitala* [The experience of financial markets reforms in the countries – competitors of Russia in the global capital market]. Moscow, Gaidar Institute Publ., 2016, 164 p. URL: https://www.iep.ru/files/text/working_papers/Nauchnye_trudy-171.pdf
5. Obaeva A.S., Pryazhnikova Yu.A. [The infrastructure of Hong Kong's financial market: payments systems and securities settlements systems]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2013, no. 1, pp. 59–68. (In Russ.)
6. Hu Ying. Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore. *Centre for Banking & Finance Law, National University of Singapore Working Paper*, 2015, 54 p. URL: http://law.nus.edu.sg/cbfl/pdfs/working_papers/CBFL-WP-HY01.pdf
7. Park Cyn-Young. Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence. *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*, 2013, no. 351, 29 p. URL: <https://ru.scribd.com/document/179849860/Asian-Capital-Market-Integration-Theory-and-Evidence>
8. Hong Bum Jang. Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications. *IMES. Discussion Paper Series*, 2011, no. 2011-E-5, 96 p. URL: <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/11-E-05.pdf>
9. Mirkin Ya.M. *Finansovyi konstruktivizm* [Financial constructivism]. Moscow, Lingva-F Publ., 2014, 360 p.
10. Mirkin Ya.M. *Razvivayushchiesya rynki i Rossiya v strukture global'nykh finansov: finansovoe budushchee, mnogoletnie trendy* [Emerging markets and Russia in the structure of global finance: financial future, long-term trends]. Moscow, Magistr Publ., 2015, 176 p.
11. Burger J.D., Warnock F.E., Warnock V.C. Bond Market Development in Developing Asia. *ADB. Economics Working Paper Series*, 2015, no. 448, 26 p. URL: <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/173190/ewp-448.pdf>
12. Solov'ev P.Yu., Malyshev P.Yu. [Developing institute of Forex dealers in Russia: opportunities and prospects]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2016, no. 11, pp. 41–50. (In Russ.)
13. Astapov K.L. [Modernizing Russian securities market infrastructure in compliance with international principles]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2014, no. 3, pp. 27–34. (In Russ.)
14. Kudryavtseva L.N. [Institute of central counterparty at the Eurasian Union financial space]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2017, no. 2, pp. 50–56. (In Russ.)
15. Guseva I.A., Kudinova M.M., Malyshev P.Yu. et al. *Fondovye rynki stran SNG: sostoyanie i perspektivy integratsii* [Stock markets of CIS countries: current state and integration prospects]. Moscow, Rusains Publ., 2015, 192 p.
16. Maiorov S.I., Oksenoit G.K. *Rynok gosudarstvennykh tsennykh bumag: instrumenty i organizatsiya* [Public securities market: instruments and organization]. Moscow, Statistika Rossii Publ., 2006, 311 p.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.