

# Содержание

Предисловие к русскому изданию.....	7
Предисловие автора и благодарности.....	9
Список сокращений.....	11
Введение.....	17
Природа управления.....	17
Вопросы.....	18
Решения.....	19
Подход.....	20
Структура.....	21
<b>Часть I. Общая информация и исследования.....</b>	<b>23</b>
<b>Глава 1. Определения.....</b>	<b>24</b>
Инфраструктура.....	25
Фондовые биржи, центральные контрагенты и центральные депозитарии.....	39
Выводы.....	58
<b>Глава 2. Рыночная власть.....</b>	<b>62</b>
Вступительный комментарий.....	62
Фондовые биржи.....	68
Центральные контрагенты.....	86
Центральные депозитарии.....	99
Выводы.....	110
<b>Часть II. Результаты исследования.....</b>	<b>113</b>
<b>Глава 3. Распределение регулирующих     функций на рынках ценных бумаг.....</b>	<b>114</b>
Всемирная федерация бирж.....	115
Международный совет фондовых ассоциаций.....	118
Инфраструктурные учреждения на главных рынках.....	121
Выводы.....	149
<b>Глава 4. Регулирование и управление рыночной     инфраструктурой: глобальный анализ.....</b>	<b>151</b>
Программа оценки финансового сектора и оценка рынка ценных бумаг.....	152
Замечания.....	161
Выводы.....	180
<b>Глава 5. Управление организациями рыночной     инфраструктуры: краткая характеристика.....</b>	<b>184</b>
Сведения.....	185
Анализ.....	193
Выводы.....	205

<b>Часть III. Практические примеры</b> .....	209
<b>Глава 6. Биржи</b> .....	210
Europext. Покупка LIFFE в 2001 году .....	220
Корпорация бирж и клиринговых организаций Гонконга. Случай с копеечными акциями в 2002 году... ..	224
NASDAQ. Попытка поглотить Лондонскую фондовую биржу в 2006–2008 годах .....	234
Нью-Йоркская фондовая биржа. Отставка председателя и генерального директора в 2003 году... ..	241
Осакская биржа ценных бумаг: Фонд Мураками. Покупка акций в 2005 году.....	245
<b>Глава 7. Центральные контрагенты и депозитарии</b> .....	249
Канадский депозитарий: структура собственности, деловая практика и представительство в совете директоров до 2008 года .....	249
Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация: EuroCCP, 2000–2002 годы .....	256
Немецкая биржа: создание Clearstream International, 1999–2002 годы.....	263
Euroclear: создание, структура собственности и структура совета директоров до 2006 года.....	268
LCH.Clearnet: создание и трудности в 2003–2006 годах ...	284
<b>Часть IV. Анализ проводимой политики и рекомендации</b> .....	301
<b>Глава 8. Какая структура управления     наиболее эффективна?</b> .....	302
Структура собственности и полномочия: исходные модели и главные задачи .....	303
Структура собственности и полномочия: критические факторы, влияющие на эффективность .....	310
Совет директоров: роль и состав .....	336
Заключительная дискуссия и общие положения .....	358
<b>Глава 9. Кто чем должен управлять?</b> .....	367
Сложность.....	368
Факторы и ограничения, влияющие на сравнительные преимущества различных структур распределения.....	375
Заключительная дискуссия и общие положения .....	408
<b>Глава 10. Как должно регулироваться управление     организацией рыночной инфраструктуры?</b> .....	414
Предварительные замечания.....	415
Защита инвесторов .....	418
Эффективность, справедливость и прозрачность.....	426
Сокращение системных рисков .....	433
Заключительная дискуссия и общие положения .....	438
<b>Авторитетные источники</b> .....	445
<b>Кейсы и решения</b> .....	447
<b>Примечания</b> .....	449
<b>Список литературы</b> .....	485
<b>Соавторы</b> .....	525

# Предисловие к русскому изданию

За последние два-три десятка лет финансовый мир изменился кардинально. Технологическая революция, глобализация, появление целых классов новых финансовых инструментов, расширение возможностей привлечения финансовых ресурсов, инвестирования, хранения, расчетов — то, что воодушевляет эмитентов и инвесторов по всему миру, обеспечивая глобальный экономический рост. Масштабные кризисы, кратные изменения стоимости активов то на одном, то на другом рынке — обратная сторона тех же процессов, постоянно проверяющая финансовые институты, инфраструктуру и регуляторов по всему миру на прочность.

Если вы хотите по-новому взглянуть на то, что определяет движущие силы развития мировых финансов, — эта книга рекомендуется для прочтения. Ее автор, Рубен Ли, — признанный эксперт в этой сфере, основатель и управляющий директор компании Oxford Finance Group, специализирующейся на экономических, операционных, правовых и регуляторных аспектах финансового рынка. За его плечами 30 лет работы на финансовых рынках по всему миру, как в инвестиционном бизнесе, так и на стороне регуляторов.

В фокусе книги — корпоративное управление и регулирование финансовых институтов по всему миру. При этом перед вами отнюдь не сухой научный трактат, оторванный от реальности. Книга Ли — результат огромной работы, включающей более 600 интервью с самыми разными представителями рынка, и детальный разбор конкретных примеров того, как устроена инфраструктура и механизмы регулирования рынков в разных частях света.

Выводы Ли, на мой взгляд, не всегда бесспорны, однако дают богатую пищу для размышлений и обсуждения роли и задач инфраструктуры, оптимальных параметров корпоративного управления, а также вызовов, стоящих перед регуляторами финансовых рынков по всему миру.

*Эдди Астанин,  
председатель правления  
Национального расчетного депозитария*

# Предисловие автора и благодарности

Эта книга является результатом исследования типов управления инфраструктурными организациями на финансовых рынках, проведенного Рубеном Ли. Он стал инициатором проекта, сформулировал его цели, разработал структуру, нашел спонсоров, а также собрал и возглавил большую команду экспертов, которые подготовили для проекта отдельные статьи по указанным темам. Впоследствии Ли написал книгу, включив в нее отрывки из указанных статей в том виде, каком он посчитал нужным. Таким образом, книга не является сборником статей, написанных разными авторами. Цель Ли заключалась в создании авторитетного, всестороннего и аргументированного источника, отображающего взгляды автора, но опирающегося на знания, мудрость и опыт широкого круга специалистов.

В создание книги внесли свой вклад 28 авторов. Ниже приведены их имена и главы книги, в написании которых они принимали участие: Джеймс Эйнджел (гл. 2), Соня Бренч (гл. 1), Джон Карсон (гл. 9 и 10), Андреа Коркоран (гл. 10), Дженнифер Эллиотт (гл. 4), Аллен Феррелл (гл. 2), Андреас Флекнер (гл. 10), Ставрос Гадинис (гл. 3), Марк Гриффитс (гл. 1), Памела Хьюз (гл. 10), Хауэлл Джексон (гл. 3), Хью Джонс (гл. 6 и 7), Калли Джордан (гл. 10), Роберта Кармел (гл. 9 и 10), Си Кей Лоу (гл. 6), Алистер Милн (гл. 1 и 2), Садаказу Осаки (гл. 6), Оненн Партш (гл. 1), До Цинь (гл. 8), Рейнхард Харри Шмидт (гл. 8), Барыш Шерифсой (гл. 2), Херби Скит (гл. 6 и 7) и Стефен Уэллс (гл. 5). Брендон Беккер, Джефффри Хортон, Аликс Прентис, Кэтрин Уаддамс и Чери Уэлдон провели дополнительные исследования для этой книги.

Проект спонсировался группой крупных организаций — участников финансовых рынков. Целью их привлечения было формирование группы самых разнообразных спонсоров как по роду деятельности, так и по местонахождению, чтобы проект не стал узконаправленным. Среди спонсоров были Управление по финансовым рынкам (Autorité des Marchés Financiers), Управление по ценным бумагам BNP Paribas (BNP Paribas Securities Services), Канадский депозитарий (The Canadian Depository for Securities), международные расчетно-клиринговые центры Clearstream International и Euroclear, Международная ассоциация рынков капитала (International Capital Market Association) и Швейцарская биржа (SIX Swiss Exchange). Другие спонсоры предпочли остаться анонимными.

Множество людей и учреждений предоставили ценные идеи и комментарии при подготовке книги, не требуя взамен никакой благодарности. Спонсоры из числа организаций, по которым приведены

практические примеры, а также другие лица и организации способствовали формированию некоторых разделов книги на стадии их подготовки.

Более 600 представителей из 150 организаций были опрошены с целью получения информации по проекту.

Автор хотел бы выразить огромную благодарность всем тем, кто оказал содействие в подготовке книги. Принимая во внимание их количество и конфиденциальный характер их содействия, невозможно перечислить всех по именам. Большое спасибо спонсорам за то, что сделали этот проект возможным, соавторам — за предоставленные ими тексты и комментарии, многочисленным респондентам — за их время и ценные выводы, многим другим людям — за предоставленные замечания по данному тексту: Ричарду Бриттону, Диане Чан, Яну Далтону, Марку Джему, Генриху Хенкелю, Кристиану Кацу, Антуанетте Мэджиннесс, Стефану Мэю, Тоомасу Марли, Ричарду Мейеру, Юргу Спиллманну, Полу Саймонсу, Джеффри Тесслеру, Ингрид Фогель и Вернеру Вогту. Большое спасибо вам всем.

И в заключение автор хотел бы выразить особую благодарность тем людям, кто оказывал помощь в непосредственной работе по созданию книги: Аннабель Грегори, которая помогла в подготовке списка литературы; Марии ден Бор, составившей алфавитный указатель; Ричарду Исомаки, выполнившему техническое редактирование и верстку, а также всем работникам издательства Принстонского университета: Ричарду Бэггли, Сету Дитчику, Питеру Доэрти, Терезе Лю, Хиту Ренфро, Дженнифер Рот, Деборе Тегарден и Кимберли Уильямс.

# Введение

Управление инфраструктурными организациями на финансовых рынках представляет собой важное направление в рамках коммерческой, законодательной и даже политической деятельности. К инфраструктурным организациям относятся биржи (например, Стамбульская фондовая биржа, Нью-Йоркская фондовая биржа Euronext и фондовая биржа Таиланда), центральные контрагенты (CCP) (например, EuroCCP, Клиринговая корпорация по ценным бумагам Японии и LCH.Clearnet в Великобритании) и центральные депозитариумы (CSD) (например, Канадский депозитарий, Indeval в Мексике и Strate в Южной Африке). Они играют основополагающую роль в обеспечении эффективности, безопасности и надежности финансовых рынков, а также способствуют глобальному экономическому развитию. Важнейшее влияние на работу организаций рыночной инфраструктуры оказывает способ их управления. В настоящее время ведется активное обсуждение того, как управляются такие организации и как ими следует управлять.

## Природа управления

Управление — это власть, поэтому, чтобы понять смысл управления организациями рыночной инфраструктуры, необходимо ответить на три вопроса: кто за какие вопросы отвечает в этих организациях? Как и почему распределение полномочий произошло таким именно образом? Как и для чего используются эти полномочия? Для любой отдельно взятой организации рыночной инфраструктуры ответы на эти вопросы во многом определяются внутренними нормативными правовыми документами и правилами, в рамках которых организация ведет свою деятельность. К таким правилам относятся уставные документы и связанные с ними атрибуты корпоративного управления, а именно статус юридического лица и задачи организации, структура собственности, состав и функции совета директоров, функции правления, права акционеров и других заинтересованных сторон, а также отношения между советом директоров, правлением, собственниками и другими заинтересованными сторонами. Прочие нормативно-правовые факторы также влияют на управление в организации рыночной инфраструктуры, включая основные контрактные соглашения, организационно-правовой статус, а также любые осуществляемые распорядительные полномочия или обязательства. Кроме того, на управление организацией

может повлиять целый ряд неформализованных факторов, таких как исторический, культурный и политический климат, в рамках которого осуществляется ее деятельность.

## Вопросы

В настоящее время существует множество причин того, почему вопрос управления организациями инфраструктуры финансового рынка является столь важным для рассмотрения. Финансовый кризис, начавшийся в 2007 году, как и предшествующие ему кризисы, вызвал со стороны и общественности, и политиков живой интерес к принципам работы финансовых рынков и, в частности, к инфраструктурным организациям, которые призваны обеспечить стабильную работу рынков и защитить интересы инвесторов. Усиление опасений по поводу возможного краха организаций рыночной инфраструктуры, стабильная работа которых крайне важна для функционирования мировой финансовой системы, было вызвано не только крайней волатильностью рынков, но и крайней степенью централизации торговых, клиринговых и расчетных операций в этих организациях. Несмотря на высокий уровень озабоченности в отношении организаций рыночной инфраструктуры, вызванный текущим финансовым кризисом, эти опасения будут уменьшаться по мере затухания острой фазы кризиса. Однако вопрос об управлении организациями рыночной инфраструктуры останется актуальным и по многим другим причинам.

Существуют разногласия относительно того, какой способ управления организациями рыночной инфраструктуры является наиболее эффективным. Участники рынка сейчас осознают, что способ управления этими организациями может повлиять не только на комиссии, которые они платят, но даже на жизнеспособность их бизнес-моделей. Есть также опасения относительно того, что преследование личных интересов в организациях рыночной инфраструктуры обеспечивает их антиконкурентное поведение, и наоборот, преследование общественных интересов в таких учреждениях отрицательно сказывается на их эффективности.

Все больше беспокойства вызывает конфликт интересов в организациях рыночной инфраструктуры: стоит ли вводить в действие механизмы управления для сведения к минимуму вероятности возникновения таких конфликтов или для облегчения их решения в случае возникновения? Озабоченность конфликтом интересов особенно обостряется в тех случаях, когда организациям рыночной инфраструктуры были переданы полномочия или обязанности в сфере регулирования.

Всеобщее внимание к вопросам корпоративного управления, возникшее вследствие крупных корпоративных скандалов, и разработка различных международных кодексов по корпоративному управлению, как, например, разработанный в Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), вынесли на первый план вопросы, касающиеся управления организациями рыночной инфраструктуры. В глобальном масштабе был предложен ряд механизмов, направленных на защиту интересов акционеров, среди них — принятие независимых членов в состав совета директоров. Однако вопрос о том, являются ли данные механизмы подходящими для организаций рыночной инфраструктуры, остается открытым.

Консолидация рыночных инфраструктур как на национальном (например, создание SGX в Сингапуре), так и на международном уровне (например, в результате слияния NASDAQ и OMX), а также ощутимый рост влияния таких организаций на рынки привели к разногласиям относительно необходимости большего вмешательства в их управление в законодательном и даже политическом аспектах. Данный спор осложняется еще и разногласиями относительно нормативных целей, а также отстаивания национальных интересов в различных юрисдикциях.

Не было достигнуто не только всеобщего консенсуса относительно оптимального способа управления организациями рыночной инфраструктуры, но даже не было выработано каких-либо критериев оценки подходящих в той или иной ситуации моделей управления. В настоящее время во всем мире активно поощряются различные формы управления организациями рыночной инфраструктуры от акционирования до саморегулирования и контроля со стороны общественности.

## Решения

Настоящая книга посвящена рассмотрению двух основных вопросов: как регулируются организации рыночной инфраструктуры и как они должны регулироваться. Для оценки того, как на самом деле регулируются организации рыночной инфраструктуры, рассматриваются четыре обширные темы:

1. Основные типы моделей управления, используемых организациями рыночной инфраструктуры.
2. Каким образом организации рыночной инфраструктуры регулируются на практике.
3. По какому принципу организациям рыночной инфраструктуры предоставляются распорядительные полномочия.



4. Каким образом регулируется управление организациями рыночной инфраструктуры.

Для того чтобы оценить, как организации рыночной инфраструктуры должны регулироваться, рассматриваются и решаются три основных стратегических вопроса:

1. Какая форма управления организациями рыночной инфраструктуры является наиболее эффективной?
2. Какие полномочия (при их наличии) должны предоставляться организациям рыночной инфраструктуры в сфере регуляции?
3. Какая степень вмешательства регулирующих органов в процесс управления организациями рыночной инфраструктуры была бы желательна?

## Подход

Основное из представленных здесь положений заключается в том, что единого ответа на вопросы о том, как регулируются организации рыночной инфраструктуры или как они должны регулироваться, не существует. Кроме того, ответы на данные вопросы будут полностью зависеть от контекста, в котором они возникают.

Такой аргумент противоречит пониманию, принятому в других исследованиях финансовых рынков и состоящему в том, что решающее значение имеют стандартизация, унификация и приведение данного вопроса к всеобщему консенсусу. Основная цель данной книги — дать представление об управлении организациями рыночной инфраструктуры в самых разнообразных ситуациях, которые складываются во всем мире. Большая часть исследования, таким образом, представлена в абстрактной и общей форме, применимой для различных типов организаций, юрисдикций и различных контекстов.

Для решения перечисленных вопросов будут даны не конкретные рекомендации, а ряд общих положений, позволяющих не только охватить в простой и доступной форме широкий спектр обсуждаемых здесь вопросов, но и вкратце изложить основные результаты исследования. Книга не дает ответов на то, как организации рыночной инфраструктуры должны регулироваться в какой-либо определенной юрисдикции или в каком-то узком контексте, и не делает простых выводов.

Для того чтобы понять всю сложность, присущую теме управления организациями рыночной инфраструктуры, требуются различные виды анализа. В частности, очень важно рассмотреть широкий спектр

как общих, так и конкретных вопросов, понимая при этом, что оба типа неразрывно связаны между собой. И хотя ответы на принципиальные вопросы относительно управления зачастую выходят за какие-либо национальные, временные и физические рамки, невозможно понять общий принцип действия данного механизма, не имея базовых знаний и информации о конкретных случаях, при которых данный принцип работает. И наоборот, чтобы описать и классифицировать любой конкретно рассматриваемый случай, необходимо общее понимание вопроса. Стремясь понять процесс управления организациями рыночной инфраструктуры, важно также использовать знания и опыт, полученные из широкого спектра научных и практических областей, в том числе бизнеса, экономики, финансов, права, государственного управления и политики. В книге используются три общие методологии. Для рассмотрения общих концептуальных вопросов применяется аналитическое толкование, для описания ключевых аспектов управления организациями рыночной инфраструктуры в мировом масштабе приводится ряд результатов опросов, а для подробного описания конкретных ситуаций и решений, принятых в различных учреждениях рыночной инфраструктуры, используется анализ практических примеров.

## Структура

Помимо введения книга включает 10 основных разделов, разделенных на четыре группы. Часть I состоит из двух глав, в которых представлены базовая информация и исследования, необходимые для понимания того, как организации рыночной инфраструктуры управляются и как они должны управляться.

В главе 1 рассматриваются определения и природа таких понятий, как «инфраструктура», «биржа», «центральный контрагент» и «центральный депозитарий», а также изучаются причины, почему эти термины иногда понимаются нечетко и неоднозначно. В главе 2 анализируются ключевые факторы, определяющие, стоит ли рассматривать биржи, центральные контрагенты и депозитарии как инфраструктурные организации, то есть имеют ли они свои позиции на рынке.

Часть II состоит из трех глав, в которых рассматриваются различные аспекты того, как организации рыночной инфраструктуры управлялись и управляются по всему миру по состоянию на конец 2006 года. В главе 3 приводится сравнение регулятивного воздействия различных юридических систем на рынки ценных бумаг. Здесь приводятся и описываются три исследования по указанной теме, проведенные в различных юридических системах и организациях. В главе 4 приводятся

результаты совместного исследования Международного валютного фонда (МВФ) и Всемирного банка по оценке рынков ценных бумаг и их регулирующих систем в различных странах мира, проведенного с целью получения наиболее полной картины теми, кто ответственен за политику регулирования инфраструктурных рыночных организаций. Глава 5 предоставляет общий обзор того, как организации рыночной инфраструктуры управляются по всему миру на рынках обыкновенных акций.

Часть III включает две главы, которые представляют ряд узких исследований, иллюстрирующих, как некоторые частные организации рыночной инфраструктуры управлялись на практике в конкретных условиях. В главе 6 представлены конкретные примеры различных бирж, а в главе 7 — конкретные примеры различных центральных контрагентов и депозитариев. Также приводятся краткие выводы из каждого конкретного случая.

Часть IV содержит три главы, которые содержат исследования и рекомендации относительно того, как следует управлять организациями рыночной инфраструктуры и как регулировать сам процесс управления. В главе 8 рассматривается оптимальная модель управления организациями рыночной инфраструктуры, при этом в качестве основного критерия для сравнения различных моделей используется такой показатель, как эффективность. Изучаются три основных элемента управления: структура собственности, полномочия и состав совета директоров. В главе 9 обсуждается, какие полномочия по контролю за рынками ценных бумаг (при введении таковых) должны быть предоставлены биржам, центральным контрагентам и депозитариям. Этот вопрос анализируется в широком контексте того, как регулирующие полномочия должны распределяться между государственными регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и другими видами регулирующих органов. В главе 10 рассматривается, какое вмешательство регулирующих органов в управление организациями рыночной инфраструктуры (при наличии такового) является оптимальным. Особое внимание уделяется тому, как такое вмешательство может содействовать достижению трех основных целей регулирования рынка ценных бумаг: защите инвесторов; обеспечению равных прав участников рынка, эффективности и прозрачности; а также сокращению системных рисков.

Часть I

**Общая информация  
и исследования**

# Определения

Многим известно, что означает понятие «инфраструктурные организации» на финансовых рынках. Это биржи, центральные контрагенты (CCP) и депозитарии (CSD), которые обеспечивают торги, клиринги, расчеты, а иногда исполняют и другие важные функции по обслуживанию денежного рынка и рынка деривативов<sup>1</sup>. Именно такие организации будут в центре нашего внимания. Существует множество причин, по которым термины «инфраструктура», «биржа», «центральный контрагент» и «депозитарий» имеют довольно расплывчатое значение. Учитывать этот факт крайне важно, поскольку установление принадлежности той или иной конкретной организации к одному из указанных типов может повлечь значительные коммерческие, нормативные и стратегические последствия. Цель данной главы — дать базовую информацию относительно определения и природы инфраструктуры, биржи, центрального контрагента и депозитария, а также изучить причины, по которым эти понятия иногда являются неясными и противоречивыми. Для всеобъемлющего изучения каждого из этих понятий требуется ряд сложных и обширных исследований, которые выходят за рамки настоящей главы<sup>2</sup>.

Глава состоит из трех разделов. В первом разделе рассматриваются происхождение и значение термина «инфраструктура». Во втором разделе приводятся некоторые замечания относительно определений и происхождения терминов «биржа», «центральный контрагент» и «центральный депозитарий», а также относительно их функций. В последнем разделе даны краткие выводы.

## Инфраструктура

Понимание того, как обычно используются термин «инфраструктура» и ключевые факторы, влияющие на отнесение организации к категории инфраструктуры, демонстрирует, как этот термин может использоваться в отношении организаций на финансовых рынках, а также последствия этого.

### Значение и использование термина

В ходе изучения всего многообразия вариантов определений и использования термина «инфраструктура» были выделены восемь основных, дополняющих друг друга, факторов и признаков, которые способствуют отнесению организации к категории инфраструктуры:

1. Инфраструктура может представлять собой или предоставлять основное оборудование, объекты, базу, структуру, установку, систему или услуги, которые поддерживают или лежат в основе более глобальной структуры, системы или деятельности. К такой структуре, системе или деятельности могут относиться корпорации, организации, производственные процессы, сообщества, города, экономики, общества, нации или группы наций<sup>3</sup>. Предоставляемые инфраструктурой товары или услуги зачастую потребляются непосредственно по прямому назначению, а также могут использоваться в качестве ресурсов для производства широкого круга товаров или услуг пользователями инфраструктурных учреждений. В данном контексте инфраструктура часто используется в значении «коммунальное предприятие», хотя этот термин сам по себе также является трудноопределяемым<sup>4</sup>.
2. Инфраструктура может быть важной, крайне важной или жизненно необходимой для поддержания торговли, экономической деятельности и развития, а также любой другой деятельности, которая ведётся за счет использования инфраструктурной системы<sup>5</sup>. Учитывая крайне важный характер основных товаров или услуг, предоставляемых инфраструктурой, зачастую возникает озабоченность вопросами доступа к данным товарам или услугам<sup>6</sup>.
3. Инфраструктура может представлять собой или предоставлять для использования сеть<sup>7</sup>. В экономической сфере подобные сети, как правило, облегчают доставку товаров и услуг или связывают воедино участников рынка и, таким образом, являются частью структуры, лежащей в основе рынка. Отношения между соответствующими производителями и потребителями строятся на основе объектов общего пользования или единой среды, предоставляемой инфраструктурой. Сеть, как правило, подразу-

мекает как физический элемент структуры, связывающей участников рынка, так и соответствующие коммерческие правила и нормы пользования структурой.

4. Инфраструктура может обеспечивать снижения затрат по мере роста<sup>8</sup>.
5. Инфраструктура может требовать крупных, долгосрочных, фиксированных и невозвратных инвестиций<sup>9</sup>.
6. Инфраструктура может являться естественной монополией или управляет ею<sup>10</sup>.
7. Помимо целевых товаров и услуг, инфраструктура обеспечивает дополнительные общественные блага и услуги<sup>11</sup>. Существуют два ключевых определения истинно общественных благ или услуг: они должны быть неконкурентными, то есть потребление их одним человеком не мешает их потреблению другими людьми, и неисключаемыми, то есть невозможно кому-то запретить использовать их. Наиболее часто приводимый пример общественных благ — это уровень здоровья населения, обеспечиваемый системой водопровода и канализации.
8. Инфраструктура может включать форму участия государственного или общественного сектора в самом широком его определении<sup>12</sup>. По этой причине как синоним термина «инфраструктура» иногда используется термин «общественные работы». Роль участия в инфраструктуре правительственного или общественного сектора может быть весьма разнообразной. Как отмечают Уоллер и Фришман (2007, 12):

*«Правительство играло и продолжает играть значительную и общепризнанную роль в предоставлении многих инфраструктурных ресурсов. И несмотря на то что в связи с волной приватизации частный сектор и рынки наряду с совместными промышленно-правительственными предприятиями начинают играть все более значительную роль в обеспечении многих видов традиционной инфраструктуры, роль правительства в качестве поставщика, координатора, спонсора и/или органа контроля за традиционной инфраструктурой остается неизменной в большинстве мировых сообществ».*

Ниже перечислены некоторые факты и наблюдения, которые помогут при отнесении организации к категории инфраструктурных:

1. Между многими признаками инфраструктурной организации существуют тесные связи. Например, снижение затрат по мере роста зачастую связано как с естественной монополией, так и с индустрией, основанной на сетевом принципе.

2. Для определения организации в качестве инфраструктурной недостаточно наличия только одного из выявленных факторов и признаков.
3. Ни один из признаков не является присущим исключительно инфраструктурным организациям.
4. Стоит отметить, что термин «инфраструктура» использовался в различных смыслах для различных целей, поэтому неудивительно, что у него так много разных значений.
5. Главной особенностью инфраструктуры является ее значимость, вне зависимости от того, как эту значимость определяют. Однако данное качество имеет свои границы. Значимость может возникнуть, с юридической точки зрения, вследствие владения или управления уникальным ресурсом, с экономической точки зрения, вследствие статуса монополии или по иным причинам, включающим социальные, политические или прочие факторы.
6. Организация может менять свой статус и переходить из категории «инфраструктурная» в категорию «неинфраструктурная». Например, технологические и рыночные изменения могут привести к тому, что организация, которая исторически считалась инфраструктурной на основе своей значимости, перестает быть таковой, когда становится предметом конкуренции.
7. В случае выполнения организацией множества функций, отнесение ее к категории инфраструктурной может вызывать определенные трудности. В частности, если организация осуществляет как функции, которые считаются присущими инфраструктуре, так и другие, которые таковыми не являются, в частности из-за того, что они доступны на конкурентных рынках, то такую организацию бывает трудно определить как инфраструктурную. Может ли она быть инфраструктурной, несмотря на то что некоторые ее функции обычно осуществляются другими организациями? Или же лучше охарактеризовать ее деятельность как связанную лишь с предоставлением каких-то инфраструктурных услуг?
8. Наличие данных факторов и признаков может иметь важное значение для определения дальнейших направлений.

Традиционно инфраструктурой считается ряд объектов, услуг, организаций и отраслей промышленности<sup>13</sup>. К ним относятся материальные объекты, такие как национальные системы транспорта (аэропорты, управление воздушным транспортом, мосты, автобусы, железнодорожный транспорт, дороги, порты и общественный транспорт), средства связи (почта, телефон, а иногда и Интернет), энергоснабжение (поставки электричества и газа, распределительные сети, а иногда



и нефть) и системы водоснабжения и канализации. Кроме того, инфраструктура может включать в себя общественные и социальные службы, такие как полиция, пожарные и аварийные службы, школы, больницы, базы отдыха, тюрьмы, а также государственные органы, такие как суды, министерства и парламенты.

В рамках финансовых рынков термин «инфраструктура» всегда использовался для обозначения бирж, центральных контрагентов и депозитариев как поставщиков торговых, клиринговых и расчетных услуг<sup>14</sup>, а также платежных систем<sup>15</sup>. Реже он использовался для обозначения иных поставщиков торговых, клиринговых и расчетных услуг.

Ниже приведен ряд примеров, которые иллюстрируют, как используется данный термин. Служба финансового надзора Великобритании (FSA) определяет поставщиков инфраструктуры как

*«Предприятия, деятельность которых заключается в организации и поддержке функционирования рынков. К поставщикам инфраструктуры относятся биржи, небиржевые (или альтернативные) торговые системы, клиринговые дома и в целом поставщики рыночных услуг»<sup>16</sup>.*

«Дублирование инфраструктуры — это безумие» — так неформально выразился глава Федеральной службы по финансовым рынкам РФ Олег Вьюгин при обсуждении вопроса объединения двух крупнейших российских бирж в целях повышения конкурентоспособности против своих зарубежных конкурентов<sup>17</sup>.

Комитет по платежным и расчетным системам (CPSS) Банка международных расчетов (BIS) и Технический комитет Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) совместно разработали рекомендации для систем расчетов по ценным бумагам (SSS), где в первом предложении отмечается, что такие организации «являются одним из важнейших компонентов инфраструктуры глобальных финансовых рынков»<sup>18</sup>. Комитеты также разработали рекомендации для центральных контрагентов, в которых отметили:

*«Хотя центральный контрагент обладает потенциалом значительного сокращения рисков для участников рынка, он также уделяет внимание ответственности за управление рисками. Таким образом, эффективность управления рисками центрального контрагента и адекватность его финансовых ресурсов являются важнейшими аспектами инфраструктуры рынка, на котором он работает»<sup>19</sup>.*

Аналогичным образом в документе, подготовленном для Международного валютного фонда (МВФ), указано:

*«Бесперебойная работа рынка ценных бумаг и доверие к нему зависят от эффективности и надежности его инфраструктуры. В частности, крайне важно, чтобы передача права собственности от продавца к покупателю в обмен на оплату происходила безопасным и эффективным способом»<sup>20</sup>.*

Европейский центральный банк (ЕЦБ) создал Контактную группу по вопросам инфраструктуры рынка ценных бумаг Евросистемы, которая «занимается проблемами и обстоятельствами, связанными с расчетными операциями по ценным бумагам на европейских рынках и представляющими общий интерес для Евросистемы, рыночных инфраструктур и участников рынка»<sup>21</sup>.

При описании расчетно-клиринговых систем как инфраструктуры, лежащей в основе финансовых рынков, широко используется метафора, заключающаяся в их сравнении с канализацией<sup>22</sup>. К примеру, Европейская комиссия использовала эту метафору в своих объяснениях, что такие учреждения «жизненно важны, но столь малопривлекательны, что про них забывают до тех пор, пока что-то пойдет не так»<sup>23</sup>. В докладе Европейского парламента использовалась та же метафора при схожем замечании, что расчетно-клиринговые системы «большой частью не замечают, редко понимают и часто о них забывают, но они создают очень неприятные проблемы для всех, когда выходят из строя»<sup>24</sup>. Помимо сравнения расчетно-клиринговых операций с канализационными системами, которые обычно считаются инфраструктурой, метафора также подразумевает, что расчетно-клиринговые операции несут общественное благо тем, что предотвращают систему от выхода из строя.

### **Основные признаки инфраструктурной организации**

Ниже вкратце описываются пять ключевых факторов, позволяющих отнести организацию к категории «инфраструктуры».

#### **Доктрина уникального ресурса**

Общепринятым признаком инфраструктурных организаций является то, что производимые ими товары или услуги являются так или иначе уникальными. В определенном контексте эта характеристика относит их к сфере правового учения, первоначально разработанного в рамках антимонопольного законодательства США, под названием «доктрина уникального ресурса»<sup>25</sup>. Главная идея доктрины заключается в том, что на монопольного пользователя уникального ресурса может быть возложена обязанность обеспечить своему конкуренту доступ к нему. В прошлом в соответствии с законодательством США для фиксации данной ситуации должны были быть выполнены четыре

основных условия<sup>26</sup>: 1) монополист должен контролировать доступ к уникальному ресурсу; 2) ресурс не может быть в точности воспроизведен конкурентом никаким разумным способом; 3) монополист запрещает доступ конкурента к ресурсу и 4) монополист способен предоставить доступ конкурента к ресурсу.

Доктрина уникального ресурса использовалась судами США для обеспечения доступа конкурентов к различным организациям и предприятиям, которые могли рассматриваться в качестве инфраструктуры, включая сеть железных дорог<sup>27</sup>, информационную сеть для прессы<sup>28</sup>, электросети<sup>29</sup>, телекоммуникационные сети<sup>30</sup> и горнолыжные курорты<sup>31</sup>.

Как отмечали Уоллер и Фришманн (Waller and Frischmann, 2006), дальнейшее использование доктрины уникального ресурса было поставлено под вопрос и подверглось критике в ряде различных источников. В 2004 году от Верховного суда США последовали значительные оговорки в отношении актуальности доктрины в связи с ее недостатками в области конкурентной политики, отметив:

*«Принуждение таких фирм [то есть владеющих уникальным ресурсом. — Прим. ред.] поделиться своими преимуществами вступает в противоречие с основными принципами антимонопольного законодательства, так как это может сократить заинтересованность монополиста, конкурента или обоих в инвестировании в такие экономически выгодные ресурсы. Принудительное разделение также требует от антимонопольных судов выступать в качестве главного планирующего органа для установления надлежащей цены, количества и других условий сделки — в роли, для которой они не предназначены. Более того, принудительные переговоры между конкурентами могут разбудить главное зло антимонопольного законодательства: тайный сговор»<sup>32</sup>.*

Верховный суд подчеркнул, что «мы никогда не признавали такой доктрины [то есть доктрины уникального ресурса. — Прим. ред.], и мы не видим необходимости признавать или отменять ее сейчас». Ряд исследований, проведенных американскими комиссиями, антимонопольными правоохранительными органами США и других стран, научными сотрудниками, также обнаружил недостатки доктрины уникального ресурса<sup>33</sup>.

И хотя доктрина уникального ресурса не была официально признана законодательством ЕС, она повлияла на его создание, внедрение и соблюдение<sup>34</sup>. Законодательство о защите конкуренции ЕС не запрещает создание или поддержание монополий как таковых, но регулирует действия компаний, занимающих доминирующие позиции и злоупотребляющих такими позициями, в соответствии со статьей 82 Римского

договора. Одним из вариантов поведения, которое может быть рассмотрено как злоупотребление, является несправедливый отказ в доступе. Европейская комиссия ссылается на доктрину уникального ресурса, чтобы продемонстрировать нарушения против статьи 82 в тех случаях, когда

*«Предприятие, которое занимает доминирующее положение в предоставлении уникального ресурса и само использует этот ресурс, при этом отказывает другим компаниям в доступе к данному ресурсу без объективных на то оснований или предоставляет доступ конкурентам на условиях, значительно менее благоприятных, чем те, на которых оно предоставляет свои услуги»<sup>35</sup>.*

Комиссия также дала на своем сайте отдельное определение уникального ресурса как

*«Ресурса или инфраструктуры, которые необходимы для выхода на клиентов и/или включения конкурентов в их деятельность. Ресурс является уникальным, если его невозможно или крайне трудно воспроизвести в силу физических, географических, правовых или экономических ограничений. Возьмем, к примеру, национальную сеть электроснабжения, используемую различными производителями электроэнергии для выхода на конечных потребителей: поскольку данные производители не в состоянии построить собственную распределительную сеть, они зависят от доступа к существующей инфраструктуре».*

Отказ в доступе к уникальному ресурсу может быть рассмотрен как злоупотребление доминирующей позицией предприятием, занимающим эту позицию, в особенности если это ограничивает конкуренцию на рынке потребителей<sup>36</sup>.

Кроме того, Европейская комиссия внесла несколько поправок по отраслевому законодательству в отношении недискриминационного доступа конкурентов к тем отраслям, которые могут быть расценены как уникальный ресурс, а именно электроэнергия и телекоммуникационные сети<sup>37</sup>.

В соответствии с Положением по контролю за слияниями Европейская комиссия неоднократно выносила постановление относительно того, что вступление в соглашение или слияние может быть приравнено к уникальному ресурсу, доступ к которому должен быть предоставлен конкурентами в качестве превентивной меры, позволяющей избежать вероятности появления нового объединенного предприятия как источника непропорционального ограничения конкуренции<sup>38</sup>.

Официально Европейский суд не признавал доктрину уникального ресурса. Тем не менее она повлияла на его судебную практику в соответствии со статьей 82, согласно которой доступ к уникальному ресурсу может быть разрешен в случае выполнения следующих условий<sup>39</sup>: 1) должно быть предприятие, занимающее доминирующее положение на рынке (называемом иногда рынком поставщиков), доступ к которому является необходимым условием для предоставления услуг или доставки товаров на рынок потребителей; 2) это предприятие должно отказать в доступе к товарам или услугам, предоставляемым на рынке поставщиков, своим конкурентам на рынке потребителей; 3) предприятие, запрашивающее доступ к уникальному ресурсу, должно намереваться поставлять новые товары или услуги, не предлагаемые владельцем/пользователем уникального ресурса, но на которые есть потенциальный потребительский спрос; 4) отказ не оправдан никакими объективными обстоятельствами и 5) суть отказа заключается в том, чтобы сохранить за владельцем уникального ресурса рынок потребителей для поставки товаров или услуг за счет устранения всех конкурентов на данном рынке.

В деле Броннера<sup>40</sup> генеральный прокурор Джейкобс упомянул решение Европейской комиссии, опирающееся на доктрину уникального ресурса, а также подтвердил, что некоторые обозреватели увидели поддержку доктрины в нескольких решениях Европейского суда<sup>41</sup>. В самом же решении суд проанализировал дело в свете статьи 82 и не упомянул доктрину уникального ресурса. Подобная же стратегия использовалась в деле IMS<sup>42</sup>.

**Сети: внешний эффект, затраты на смену поставщика и производственные стандарты**

Считается, что зачастую инфраструктурная организация представляет собой или предоставляет *сеть*. Однако дать определение сети также не просто.

Шай (Shy, 2001) выделяет четыре ключевые характеристики сетевых отраслей промышленности, которые отличают их от прочих: 1) внешний эффект потребления; 2) расходы на смену поставщика и замораживание клиентов; 3) взаимодополняемость, совместимость и производственные стандарты и 4) значительный эффект снижения затрат по мере роста. Краткие комментарии по первым трем из указанных характеристик представлены в данном разделе, а природа эффекта экономии за счет роста рассматривается в следующем.

Инфраструктурные организации могут выгодно использовать свои позиции на рынке за счет различных сетевых эффектов. Необходимо провести разграничение между односторонними « $N \times I$ » и двусторонними « $N \times M$ » сетевыми отраслями промышленности<sup>43</sup>. Стандартная « $N \times I$ » или односторонняя сетевая отрасль, как правило, предоставляет

услуги населению через материальную сеть, такую как газопровод или водопровод, хотя механизмы нематериальной доставки также возможны. В такой отрасли, как правило, существует одна компания или одна система поставки для потребителей  $N$ . Как и в большинстве других отраслей, спрос отдельного потребителя не зависит от решения других потребителей. Сетевой эффект обеспечивается за счет «узкого» доступа к системе доставки, который ограничивает или мешает другим фирмам выйти на потребителей.

Индустрия развлечений, включая DVD, музыкальные компакт-диски и видеоигры, являются типичными примерами двусторонних сетей « $N \times M$ ». В данном случае сеть является не материальной сетью, а скорее, техническим стандартом или другой «платформой», связывающей фирмы  $M$  с потребителями  $N$ . В таких отраслях решения о покупке, принимаемые одними потребителями, зависят от решений других потребителей, поэтому поставщики  $M$  в некотором смысле соперничают за привычки потребителей  $N$  в целом, а не по отдельности за каждого потребителя. Данная зависимость потребительского спроса от выбора других потребителей известна как внешний эффект «участия», «потребления» или иногда «сети». Положительный внешний эффект потребления является преимуществом, которое выделяет фирму, предоставляющую данную сеть, среди потенциальных конкурентов, а также выгодой, которую получают пользователи данной сети от того, что другие участники уже используют эту сеть.

Такой внешний эффект объясняется несколькими причинами. Потребители могут оценить товар или услугу по факту их потребления другими потребителями. Например, в случае поставки по одной сети разных продуктов, таких как компьютерные игры, пригодные для использования на определенном виде игровой приставки, потребители могут оценить разнообразие продуктов, доступных в сети. Количество предоставляемых продуктов при этом будет зависеть от количества потребителей, использующих сеть. Внешний эффект участия порождает проблемы согласованности и делает критически важными ожидания. Выбор потребителями той или иной сети зависит от их мнения о том, какую сеть выберут другие потребители. Они предпочитают использовать ту сеть, которую, как им кажется, будет использовать большое число других потребителей, поскольку в данной сети, вероятнее всего, окажется большое количество предоставляемых для них продуктов.

Разница в стоимости, взимаемой с разных покупателей или разных продавцов, может играть важную роль на «двусторонних рынках» или «двусторонних платформах», подверженных влиянию внешних эффектов<sup>44</sup>. Существует множество примеров данной модели, включая торговые площадки, такие как eBay, платежные инструменты, такие как кредитные карты, и общественные места, такие как ночные клубы.

Желание одной стороны на рынке (на примере ночного клуба — мужчин) принять участие зависит от количества участников на другой стороне рынка (в данном случае женщин). Общий уровень участия на рынке можно повысить за счет установления различных цен для двух типов участников (таким образом, женщины могут получить бесплатный или льготный вход в ночной клуб). Структуры ценообразования могут различаться для разных сторон, использующих либо различные взносы за участие, либо различные взносы за сделки, либо и то и другое.

Затраты на смену поставщика и производственные стандарты также могут повлиять на экономику сетей. Как объясняет Шай:

*«Затраты на смену поставщика влияют на ценовую конкуренцию в двух противоположных направлениях. Во-первых, если потребители уже привычно используют конкретный продукт, фирмы могут повышать цены, зная, что потребители не станут переключаться на другой продукт, если только разница в цене не превысит стоимости переключения на марку конкурентов. Во-вторых, если потребители покупают продукт не по фиксированной цене, различные марки будут интенсивно конкурировать, предлагая скидки и бесплатные дополнительные продукты и услуги для привлечения потребителей, которые в дальнейшем будут скованы рамками одной технологии»<sup>45</sup>.*

Наличие затрат на смену поставщика, по общему мнению, способствует снижению конкуренции и укреплению позиций на рынке<sup>46</sup>. Многим потребительским рынкам свойственны значительные затраты на смену поставщика, включающие как денежные издержки, так и время и усилия, затраченные на адаптацию к новому продукту. Затраты на смену поставщика свойственны также многим корпоративным отношениям. Даже при наличии нескольких конкурирующих поставщиков значительные затраты могут потребоваться на расторжение договора с одним поставщиком и заключение с другим. Они могут включать в себя расходы на переговоры по соответствующим договорам, на обучение и подготовку. Присутствие на рынке затрат на смену поставщика говорит не об отсутствии конкуренции, поскольку регулярно объявляются тендеры на соответствующие договоры на оказание коммерческих услуг, а о том, что действующие фирмы могут иметь конкурентное преимущество над новыми участниками и соответственно могут устанавливать более высокие цены и зарабатывать аномально высокие прибыли.

Затраты на смену поставщика вместе с внешними эффектами участия зависят от стандартов совместимости. Обычно устанавливаются три основных типа стандартов совместимости. Производитель может

разработать собственный стандарт, который либо будет реализовываться исключительно за счет собственных продуктов, либо за который другие производители должны будут платить значительный лицензионный сбор.

Несколько фирм могут совместно разработать общий стандарт с последующей выдачей лицензии на пользование различным производителям. Наконец, существуют примеры открытых стандартов, для которых не требуется покупки лицензий и которые могут использоваться любым производителем.

Собственные стандарты используются фирмами как источник внешнего эффекта «участия» и, следовательно, как источник конкурентного преимущества. Но далеко не все собственные стандарты смогли закрепиться. Для содействия их закреплению собственные стандарты могут предоставляться либо бесплатно, либо за относительно низкую лицензионную плату. Внешний эффект «участия» стимулирует потребителей переходить на единый стандарт совместимости, но иногда могут сосуществовать два конкурирующих стандарта. Открытые или широко доступные собственные стандарты совместимости, такие как общие коммуникационные протоколы, помогают снизить затраты на смену поставщика как в бизнесе, так и на потребительском рынке. На многих рынках совместимость выходит далеко за рамки стандартов сообщений и коммуникации и касается уже основных бизнес-процессов.

Принятие и доступность стандартов технической совместимости может существенно повлиять на экономическое благосостояние. Процесс принятия нового стандарта может протекать слишком медленно, проявляя, например, так называемую избыточную инерцию и тем самым уменьшая экономическое благосостояние. Данная медлительность объясняется несколькими причинами: новый стандарт может быть недоступен всем участникам рынка; действующие фирмы могут отдавать предпочтение существующим стандартам, тем самым препятствуя выходу на рынок новых фирм и устанавливая высокие затраты на смену поставщика; проблемы согласованности совместных действий между участниками рынка могут помешать принятию нового стандарта. Существует также вероятность, что стандарты будут заменены слишком быстро, и это тоже может быть экономически неэффективным, поскольку ведет к потере инвестиций, связанных с определенными стандартами<sup>47</sup>.

#### Снижение затрат по мере роста

Инфраструктурные организации часто демонстрируют эффект снижения затрат по мере роста. Он возникает, когда средняя стоимость производства единицы товара или услуги снижается с ростом



количества производимых единиц. В более формальном выражении эффект снижения затрат по мере роста наступает в том случае, если при соответствующем диапазоне спроса функция затрат является субаддитивной. Строгая субаддитивность означает, что затраты на производство определенного количества продукции одной фирмой меньше затрат на содержание двух или более фирм для совместного производства такого же количества продукции. Глобальная субаддитивность означает, что условие субаддитивности применимо ко всей функции затрат от происхождения продуктов до спроса на рынке. Действующая фирма с преобладающей долей рынка, проявляющая эффект снижения затрат по мере роста будет иметь преимущество над новыми участниками.

Основной причиной возникновения эффекта снижения затрат по мере роста является наличие фиксированных производственных издержек или маркетинг. Если подобные постоянные издержки являются относительно высокими по сравнению с размером рынка, то лишь небольшое число фирм сможет поставлять продукцию на рынок, покрывая при этом затраты.

Если, помимо прочего, существуют барьеры для входа в рынок, то данные фирмы смогут воспользоваться своей позицией на рынке и таким образом поднять цены выше средних долговременных издержек на производство.

Высокие фиксированные издержки могут осложнить процесс эффективного распределения ресурсов, когда ресурсы в экономике распределяются по наиболее продуктивным пользователям. Для того чтобы рынок стал эффективным в плане распределения ресурсов, цена товара или услуги должна равняться его себестоимости. Однако при наличии высоких постоянных издержек себестоимость может принести недостаточно средств для покрытия постоянных издержек, поскольку себестоимость может быть меньше средней стоимости. При таких обстоятельствах конкурентоспособная эффективность может быть достигнута, если цены будут равными средним издержкам на производство с целью устранения дифференциальных рент.

В теории присутствие высоких постоянных издержек на производство приводит к неспособности любой фирмы совершать поставки на рынок и покрывать свои средние долговременные издержки. Это не общепринятый подход, но подобное уже случалось в транспортной инфраструктуре<sup>48</sup>. Чаще наблюдаются иные результаты, подразумевающие высокие постоянные издержки на производство. Одним из них является шкала монополии, при которой одна действующая фирма в состоянии покрыть свои расходы, но при этом она не испытывает угрозы со стороны новых компаний на рынке, поскольку рынок слишком мал, чтобы вместить две фирмы-поставщика. Другой результат заключается

в создании концентрированного или олигополистического рынка, когда рынок способен вместить две или три фирмы.

Иногда утверждается, что сочетание высоких постоянных затрат и низких переменных затрат на производство может создать конкурентную эффективность даже на насыщенном рынке. Данный спор уместен в случае масштабной олигополии, когда две или три фирмы снабжают большую часть рынка и когда фирмы могут дифференцировать цены, то есть устанавливать разные цены для разных клиентов. Однако, это не касается монополии, когда нет конкуренции или рынков, которые по большей части снабжаются четырьмя или более фирмами, поскольку подобная ситуация вероятнее всего приведет к созданию конкуренции.

Основная претензия заключается в том, что низкие переменные затраты и, следовательно, высокий предельный потребительский доход дают фирмам неплохой стимул для снижения цен для отдельных клиентов, чтобы переманить их от конкурентов. Это, в свою очередь, будет оказывать давление на фирмы в плане снижения их цен до средних долговременных издержек. Однако такой исход маловероятен, если фирмы не могут дифференцировать цены и, в частности, если они должны установить единую цену для всех потребителей, а не только для новых «предельных». При таких обстоятельствах фирмы смогут оценить воздействие их системы ценообразования на прибыльность, а наличие низких предельных издержек не изменит существенно их конкурентное взаимодействие. Даже в условиях ценовой дифференциации в результате не будет конкурентоспособной эффективности, если фирмы выдерживают достаточную конкуренцию только в отношении некоторых независимых потребителей, но по-прежнему могут эксплуатировать большую часть своей существующей клиентской базы за счет высоких сборов.

Если фирмы могут дифференцировать потребителей, а также в состоянии активно конкурировать на большей части рынка, то конкуренция может присутствовать даже в случае эффекта снижения затрат по мере роста. Но даже если подобная конкуренция на самом деле эффективна, она по-прежнему может привести средние цены к уровню ниже средних долговременных затрат, что заставляет одну или несколько фирм уйти с рынка. Конечный результат по-прежнему может быть неэффективным с точки зрения конкуренции, поскольку последующий уход фирм с рынка может в конечном итоге привести к установлению монополии. В целом, если отрасли с высокими постоянными издержками и низкими переменными издержками могут быть эффективными в плане конкурентоспособности даже при наличии только двух или трех конкурирующих фирм, конкурентоспособная неэффективность по-прежнему представляется наиболее вероятным исходом.

### Невозвратные затраты

Нередко инфраструктура характеризуется высокими невозвратными затратами. К таким затратам относятся расходы, которые фирма должна понести, чтобы выйти на рынок, но которые не подлежат возврату в случае ухода с рынка. Главное значение невозвратных затрат состоит в том, что они не позволяют рынку стать состязательным<sup>49</sup>.

Состязательный рынок — это рынок, на котором появление нового участника, предлагающего товары или услуги по незначительно более низкой цене, чем действующие на рынке фирмы, приводит к незамедлительной реакции потребителей на такое изменение цен и их переходу к новому поставщику. В отсутствие затрат на смену поставщика новые участники могут воспользоваться высокими конкурентными доходами или неэффективной структурой затрат, в таком случае становится возможным помещение капитала для быстрого извлечения прибыли. Так случается, когда новая фирма выходит на рынок с целью использования существующей неэффективности, а затем уходит с рынка, исчерпав все доступные возможности. Однако, чтобы подобная конкуренция стала возможной, необходимо присутствие нескольких основных критериев. Во-первых, должны быть низкие барьеры для входа на рынок. Если это не так, то потенциальные новые участники будут вынуждены понести значительные затраты для преодоления этих барьеров, что ограничит возможность входа. Во-вторых, должны быть низкие барьеры для выхода с рынка, в частности новые участники рынка не должны сталкиваться с какими-либо невозвратными затратами. Иначе помещать капитал для быстрого извлечения прибыли будет невыгодно, поскольку новый участник потеряет невозвратные затраты, понесенные при входе на рынок, если он решил уйти с рынка. В-третьих, потребители не должны сталкиваться с какими-либо затратами на смену поставщика. В противном случае даже если бы новые участники могли предложить свои товары или услуги по незначительно более низкой цене, чем действующие фирмы, потребители не сразу переключались бы на нового поставщика, поскольку им пришлось бы оплачивать расходы на смену поставщика.

### «Естественная» монополия

Инфраструктурные организации часто называются или действуют как естественные монополии. Исторически этот термин использовался для описания ситуации, когда считалось, что только одна фирма может работать на конкретном рынке, подразумевая, что к ней применялись бы специальные регламентирующие условия<sup>50</sup>.

Наиболее распространенной причиной существования естественных монополий была та, что воссоздавать дорогостоящую инфраструктуру было экономически невыгодно, учитывая эффект снижения затрат по мере роста. Наличие правовых ограничений, узкого доступа или

сетевых внешних эффектов также используется в качестве оправдания существования так называемых естественных монополий.

Слово «естественный» во фразе «естественная монополия» вводит в заблуждение, ибо подразумевает, что соответствующей отрасли свойственна только такая структура. Но это не всегда так. Возникновение монополии в результате снижения затрат по мере роста не является неизбежным. Конкурент может быть в состоянии выйти на соответствующий рынок и заставить действующую фирму уйти с него, тогда сама угроза потенциального входа на рынок может стать серьезной конкурентной категорией. Подобный вход на рынок более вероятен при наличии относительно небольшого числа покупателей. В крайнем случае, при наличии одного покупателя против одного продавца и прочих потенциальных продавцов переговоры или публичные торги могут восстановить нечто близкое к конкурентной эффективности.

Оправдано отнести узкие монополии в сетевых отраслях «N×1» к категории «естественные» монополии, учитывая, что доступ к отдельным потребителям определяется материальными ограничениями. Однако даже в таком контексте важно отличать собственно узкий выход (услуг «поставщиков») от любых связанных (или «потребительских») продуктов или услуг, которые зависят от узкой деятельности как от притока. Развитие технологий также поспособствовало созданию конкуренции в некоторых монополиях, ранее считавшихся «естественными», вне зависимости от причины возникновения их монопольного положения — эффекта снижения затрат по мере роста, контроль узких мест доступа или сетевых внешних эффектов.

## **Фондовые биржи, центральные контрагенты и центральные депозитари**

В настоящем разделе кратко рассматривается значение терминов «биржа», «центральный контрагент» и «центральный депозитарий», а также характер их деятельности.

### **Базовые понятия**

Во всем мире существует множество организаций, которые можно назвать биржей, центральным контрагентом или депозитарием. Как правило, они сами себя рекламируют как таковых, кроме того, они могут состоять в профессиональной ассоциации, объединяющей аналогичные структуры, такой как Всемирная федерация бирж (WFE), Европейская ассоциация клиринговых домов — центральных контр-

агентов (EACH) и Американская ассоциация центральных депозитариев (ACSDA)<sup>51</sup>.

Определение каждого из трех типов организаций кажется довольно простым на первый взгляд.

Главный элемент, присущий практически всем определениям бирж, заключается в том, что данная организация управляет торговой системой и тем самым обеспечивает работу рынка. Две основные функции, осуществляемые торговой системой, заключаются в распространении данных и исполнении заявок<sup>52</sup>. Распространение данных состоит в публикации информации о котировках и заявках до торгов и после их проведения. Исполнение заявок — это процесс, при котором заявки становятся сделками. Структура или архитектура рынка представляет собой полный набор правил, регулирующих эти компоненты. В данном описании торговой системы отсутствуют какие-либо ограничения по типу элементов, которые могут быть выставлены на торги с использованием такого механизма и которые могут включать ценные бумаги, деривативы, фьючерсы, опционы, биржевые товары, иностранную валюту или другие виды активов или контрактов.

Официальное определение биржи чаще всего встречается в правовом или нормативном контексте. Американское определение фондовой биржи, к примеру, по обычаю акцентирует внимание как на торгах, так и на рынках:

*«Термин “биржа” означает любую зарегистрированную или незарегистрированную организацию, ассоциацию или группу лиц, которая создает, поддерживает или предоставляет рыночную площадку или средства для встречи покупателей и продавцов ценных бумаг или иным образом выполняет по отношению к ценным бумагам функции, которые обычно выполняются биржами в общем значении этого термина, а также владеет рыночным местом и средствами, поддерживаемыми данной биржей»<sup>53</sup>.*

Считается, что организация предоставляет «рыночное место и средства», если она

*«Сводит в одном месте заявки на ценные бумаги, поданные многочисленными продавцами и покупателями; использует устоявшиеся, недискреционные методы (посредством предоставления торговой площадки или установления правил), которые помогают взаимодействию данных заявок, и покупатели и продавцы, оставляющие такие заявки, принимают установленные условия торгов»<sup>54</sup>.*

Согласно общепринятому определению, центральный контрагент (ССР) — это юридическое лицо, которое стоит между контрагентами по договору на одном или нескольких финансовых рынках, становится продавцом для каждого покупателя и покупателем для каждого продавца<sup>55</sup>. Нередко центральные контрагенты также определяют чистые обязательства участников рынка, для которых проводят расчеты, в частности, для своих же членов. В плане денежных средств центральные контрагенты осуществляют это путем сложения общей суммы долга каждого участника за его покупки и общей суммы, причитающейся каждому участнику за его продажи. Центральные контрагенты также вычисляют для каждого участника размер чистой суммы каждой ценной бумаги или другого актива, выставленного на торги, которую данный участник должен получить или передать.

Центральные контрагенты произошли от фьючерсных бирж XIX века<sup>56</sup>. Изначально участники проводили клиринг и расчеты на двусторонней основе, при этом утрата участником статуса члена биржи была единственным средством предотвращения дефолта в масштабах всего рынка.

Затем были разработаны «клиринговые круги», при которых принятие участниками торгов контрактов, заключенных другими участниками, использовалось в качестве средства повышения ликвидности. Подобное принятие взаимной ответственности привело к введению более сложных систем управления рисками в рамках данных кругов, а в конце XIX века появились фонды для покрытия потерь на случай дефолта. Первая расчетная палата, использующая перевод обязательств по договору, чтобы стать покупателем для всех продавцов и продавцом для всех покупателей по каждой сделке на бирже, была создана при поддержке Чикагской торговой клиринговой корпорации в 1925 году. Все клиринговые палаты, обслуживающие рынки производных финансовых инструментов, теперь являются центральными контрагентами, однако исторически так сложилось, что центральных контрагентов, действующих на биржах деривативов, по-прежнему принято называть «клиринговыми домами».

Основное различие между клирингом с участием центральных контрагентов, работающих на рынке ценных бумаг и на рынке ПФИ, состоит в том, что гарантия центрального контрагента на рынке ценных бумаг действует, как правило, не более нескольких дней, то есть в течение периода, когда может произойти неисполнение расчетов по ценным бумагам, в то время как гарантия центрального контрагента по сделкам с ПФИ может иметь срок действия продолжительностью до нескольких лет, до тех пор, пока соответствующие контракты не будут ликвидированы, исполнены или не наступит срок исполнения соответствующих контрактов<sup>57</sup>. Соответственно центральные контрагенты,