

**АЛАН РОТ, АЛЕКСАНДР ЗАХАРОВ, ЯКОВ МИРКИН, РИЧАРД
БЕРНАРД, ПЕТР БАРЕНБОЙМ, БРУКСЛИ БОРН**

**ОСНОВЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО
РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО
РЫНКА**

Учебное пособие для юридических и экономических вузов

Совместное издание Нью-Йоркской фондовой биржи и
Московской межбанковской валютной биржи

Юридический Дом «Юстицинформ», 2002

Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернارد, Петр Баренбойм, Бруксли Борн

Основы государственного регулирования финансового рынка.
Зарубежный опыт. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002.- с.

Перевод части текста с английского языка: Елена Колесникова, Вячеслав Новиков (Компания "The Russian Connection Unlimited")

Представлены основные концепции рынка ценных бумаг и модели его регулирования, сложившиеся в международной практике. На примере многих стран рассмотрена концепция раскрытия информации и механизм ее реализации на первичном и вторичном рынках. Проведен страновой анализ организационных структур, ответственных за регулирование рынка ценных бумаг и срочного рынка. Дан сравнительный анализ сложившегося в различных странах порядка регулирования торговых систем, брокерско-дилерских компаний, коммерческих банков и других профессиональных участников фондового рынка. Раскрыт опыт развитых и формирующихся рынков в предотвращении манипулирования, инсайдерской практики и других нарушений механизма честного и справедливого ценообразования. Рассмотрена лучшая международная практика в организации регулирования срочного рынка. Дан анализ перспективных форм регулирования фондового рынка в контексте макроэкономической политики государства. Представлена практика использования государством в финансовой политике механизма валютных бирж, а также универсальных бирж, объединяющих фондовый, срочный и валютный сегменты.

Предисловие

Введение

Глава 1. Концептуальные рамки регулирования рынка капитала

- 1.1. Институциональная структура рынка капитала
- 1.2. Характеристики рынка капитала
- 1.3. Некоторые концепции регулирования рынка капитала. Проблема защиты инвесторов
- 1.4. Международно признанная практика регулирования рынка капитала

Глава 2. Раскрытие информации: что и когда раскрывается на рынке ценных бумаг

- 2.1. Раскрытие информации: необходимо законодательство или достаточно действия рыночных сил?
- 2.2. Модели регулирования рынка, обеспечивающие раскрытие информации
- 2.3. Требования законодательства в области раскрытия информации
- 2.4. Какую информацию раскрывать на рынке ценных бумаг
- 2.5. Время раскрытия информации
- 2.6. Кому раскрывать информацию
- 2.7. Раскрытие ценовой информации на рынках
- 2.8. Информация, раскрываемая брокерами-дилерами

Глава 3. Обеспечение адекватного и точного раскрытия информации

- 3.1. Обеспечение надлежащего раскрытия информации при подготовке к первичному размещению
- 3.2. Процесс регистрации ценных бумаг в США

Глава 4. Организационные аспекты регулирования рынка ценных бумаг

- 4.1. Институты, осуществляющие регулирование в целях защиты инвесторов
- 4.2. Обеспечение принудительного исполнения законов и правил
- 4.3. Специфика государственного регулирования на формирующихся рынках

Глава 5. Регулирование деятельности профессиональных посредников

- 5.1. Профессиональные посредники: кто они и что они делают
- 5.2. Обеспечение компетентности и добросовестности профессиональных посредников
- 5.3. Саморегулирование

Глава 6. Регулирование рынков для торговли ценными бумагами

- 6.1. Основы функционирования и регулирования рынков, созданных для обращения ценных бумаг
- 6.2. Государственное регулирование и саморегулирование
- 6.3. Фондовая биржа как саморегулируемая организация

Глава 7. Регулирование торговой практики

- 7.1. Базовые концепции
- 7.2. Торговля с использованием служебной информации («инсайдерская торговля»)
- 7.3. Механизмы предотвращения манипулирования на рынке ценных бумаг
- 7.4. Регулирование передачи корпоративного контроля

Глава 8. Регулирование рынка ценных бумаг в структуре макроэкономической политики государства

- 8.1. Налоговое стимулирование развития фондового рынка
- 8.2. Антикризисное регулирование рынка ценных бумаг

Глава 9. Основы регулирования срочного рынка

- 9.1. Принципы и цели регулирования производных инструментов
- 9.2. Механизм регулирования производных инструментов

Глава 10. Валютные и универсальные биржи в системе регулирования финансового рынка

- 10.1. Государственная политика на валютном рынке, антикризисное регулирование и валютные биржи
- 10.2. Валютные биржи в структуре государственного регулирования: международный опыт
- 10.3. Универсальные биржи как инструмент политики государства

Заключение

Приложение 1. Программа развития рынка ценных бумаг России до 2010 года (Экспертный институт РСПП, Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, Институт международных экономических и политических исследований РАН, Кафедра ценных бумаг Финансовой академии при Правительстве РФ, Лаборатория анализа финансовых рынков Высшей школы экономики)

Приложение 2. Интернет – директория национальных регуляторов рынка ценных бумаг, фондовых и срочных бирж, международных организаций, обобщающих лучшие практики регулирования для фондового рынка

ГЛАВА 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ РАМКИ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА КАПИТАЛА

1.1. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ СТРУКТУРА РЫНКА КАПИТАЛА

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

Первыми институтами, создававшимися для перераспределения денежных ресурсов, были банки, точнее коммерческие банки. Банки привлекают средства тех, кто не испытывает срочной необходимости в имеющихся у них деньгах, предоставляя их тем, кто в конкретный момент нуждаются в большей сумме денег, чем та, которой они располагают.

В условиях экономики с централизованным планированием, которая существовала, в частности, в Советском Союзе, решение банка о выделении определенных средств принималось на основе соображений, связанных с плановыми целями расширения производства.

В рыночной экономике выделение средств коммерческими банками обусловлено иными мотивами: "Сможет ли лицо, подавшее просьбу о получении банковской ссуды, выплачивать проценты, начисляемые в качестве стоимости кредита? Есть ли риск того, что заявитель не сможет выплатить долг к необходимому сроку?" Для того, чтобы ответить на эти вопросы, коммерческий банк рассматривает поданное заявление на предмет предполагаемого использования кредита и финансовую историю заявителя. Обычно банк не может удовлетворить всех желающих получить кредиты, он выбирает тех, кто, по его оценке, будет использовать взятые займы деньги наиболее эффективно, т.е. при принятии решения главенствующую роль играет конкуренция.

Банки зависят от возврата ссуд, поскольку им необходимо поддерживать "пул" средств, предназначенных для выдачи кредитов. Начисляемые банками проценты формируют прибыль, которую они получают от кредитования. Однако выплаты по процентам покрывают лишь малую часть банковского риска, связанного с невыплатой ссуженных денег. Поэтому банки делают всё, чтобы гарантировать выплату кредита должником. В частности, банки очень внимательно рассматривают кандидатов на получение кредита и выдают ссуды лишь тем, чья платежеспособность не оставляет сомнений. Кроме того, коммерческие банки зачастую требуют, чтобы получатель кредита предоставил определенную, имеющую ценность собственность в качестве обеспечения ссуды, которую в случае невыплаты займа банк может продать для возврата части или всей суммы ссуженных средств.

В силу названных причин коммерческие банки предпочитают предоставлять кредиты лицам с солидным балансовым отчетом, т.е. имеющим материальные активы, которые служат залогом для обеспечения займа. При наличии выбора коммерческие банки предпочитают предоставлять кредиты наиболее сильным в финансовом отношении заемщикам, избегая кредитования слабых либо рискованных клиентов. В результате у предприятий, не имеющих большого объема материальных активов, даже если они способны получать значительную прибыль, могут возникнуть трудности с получением финансирования. Новые предприятия также могут столкнуться с проблемами при получении банковского финансирования по причине того, что у них нет предшествующей кредитной истории, которую банк мог бы принять во внимание при оценке риска неуплаты.

В то же время интересы развития экономики страны требуют появления и поддержки инноваций: новые предприятия создают новую продукцию, предоставляют новые услуги, они могут принести инновационные технологии и дать возможность новым предпринимателям выйти на рынок. В свою очередь, новые предприниматели, новые технологии, новая продукция и услуги стимулируют уже установившиеся предприятия к улучшению их продукции и услуг и разработке новых методов ведения бизнеса для того, чтобы успевать за конкурентами.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ, ОТЛИЧНЫЕ ОТ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

По мере развития системы перераспределения денежных ресурсов возникают альтернативы финансированию через коммерческие банки. Появляются различные виды небанковских, или не принимающих депозиты, финансовых институтов, которые дополняют в качестве конкурирующей альтернативы коммерческие банки в области предоставления средств семьям и предприятиям. Эти так называемые небанковские финансовые институты могут принимать в разных странах самые различные формы: брокеры и дилеры, занимающиеся операциями с ценными бумагами, торговые и инвестиционные банки, венчурные фирмы, пенсионные фонды, страховые, инвестиционные, лизинговые и факторские компании, ломбарды, эмиссионные дома и андеррайтеры. Как и коммерческие банки, небанковские финансовые институты играют посредническую роль: они изыскивают различные пути подбора лиц, нуждающихся в дополнительных денежных ресурсах, для тех, кто имеет средства для инвестирования. Один из специалистов в данной области профессор Baruch College (City University, Нью-Йорк) Линда Аллен описывает основные функции финансовых посредников как "передачу риска" и "выбор времени для перемещения денежной наличности".¹ Финансовые институты разрабатывают такие формы финансовых активов, которые позволяют предоставляющим и использующим инвестируемые средства контролировать степень риска и корректировать время наличия денежных средств.²

¹ L.Allen. Capital Markets and Institutions: A Global View, vii (John Wiley & Sons, Inc., New York: 1997).

² Ibid.

В целом небанковские финансовые институты в качестве посредников для предоставления денежных средств выступают на других, более разнообразных условиях, нежели коммерческие банки. Конкурируя друг с другом, эти институты берут на себя задачу изыскания как новых источников финансирования, так и возможностей его наиболее выгодного использования. Конкуренция между различными видами небанковских финансовых институтов, с одной стороны, а также между небанковскими финансовыми институтами и коммерческими банками, с другой, способствует максимально эффективному размещению имеющихся сбережений и дисциплине предприятий в использовании этих средств эффективным образом.

В рамках универсального банковского дела коммерческие банки, кроме традиционных кредитных и депозитных продуктов, предоставляют клиентам широкий круг услуг в области инвестиционного банковского бизнеса на рынке ценных бумаг, на страховом рынке, по операциям с недвижимостью и др. Универсальные коммерческие банки становятся крупными акционерами промышленных и торговых компаний. В 1990-е годы большую силу приобрела тенденция к конвергенции коммерческого и инвестиционного банковского дела, формировались финансовые конгломераты, основанные на взаимной собственности различных типов финансовых институтов.

Принято считать, что рынок капитала является центральным звеном системы, основанной на конкуренции. Если капитал предоставляется на конкурентной основе, то он достается тем, кто этот капитал может наиболее выгодно применить, т.е. использовать наиболее результативно и эффективно. Таким образом, ограниченный объем финансового капитала будет находить в системе наиболее эффективное применение.

Отсутствие эффективных финансовых рынков приводит к искажениям в экономике, которые ограничивают возможности для конкуренции. Например, в одной из стран Среднего Востока существует дефицит долгосрочного капитала. Как следствие в экономике этой страны возникают искажения, характеристика которых дана в отчете, подготовленном одним из авторов данного учебного пособия:

"Предприятия - как большие, так и малые - стремятся полагаться на внутреннее финансирование. Менеджеры некоторых компаний, с которыми мы беседовали, гордятся низким уровнем внешней задолженности своих предприятий. Этот низкий уровень внешней задолженности означает, что наращивание основного капитала должно финансироваться за счет прибыли или отсрочки платежей по банковским ссудам либо за счет того и другого вместе. Можно ожидать, что такая практика будет удерживать руководство предприятий от расширения своей деятельности, в результате чего предприятия не смогут достичь оптимального, необходимого для максимальной эффективности, масштаба деятельности. Необходимость получения инвестиционного капитала из прибыли, в свою очередь, заставляет менеджеров устанавливать высокий порог прибыльности (такая практика представляется общепринятой), результатом чего являются высокие цены. В случае, если на менеджеров оказывается давление, чтобы они использовали большую часть с прибыли для платежей в качестве дивидендов, тенденция к установлению высокого уровня прибыльности для получения оборотного капитала и наращивания основного капитала еще более усиливается."

В глобальной экономике XXI-го века конкуренция имеет международный характер. Страны стремятся повысить конкурентоспособность своих национальных хозяйств. Поэтому все страны мира уделяют большое внимание развитию финансовых рынков и институтов.

В частности, в последнее время в целом ряде стран были отменены различные ограничительные положения в финансовой области с целью повышения эффективности мобилизации и размещения капитала, а также расширения роли частного сектора в системе перераспределения денежных ресурсов. В 1997-1998 гг. эта политика и проведенные реформы подверглись серьезным испытаниям в связи с финансовыми кризисами, которые начались в Азии, а в августе 1998 г. распространились на Россию. Финансовые кризисы последних лет привели повсеместно к большей осторожности в проведении реформ финансового сектора, хотя не уменьшили общей устремленности к дерегулированию как цели, способствующей более эффективному функционированию систем перераспределения денежных ресурсов.

1.2. ХАРАКТЕРИСТИКИ РЫНКА КАПИТАЛА

Рынок капитала (финансовый рынок), как и товарный рынок, является механизмом, позволяющим продавцам и покупателям встретиться и заключить сделку. Рынок капитала может быть местом, куда действительно приходят представители покупателей и продавцов (Нью-Йоркская фондовая биржа), либо же коммуникационной сетью, которая связывает покупателей и продавцов и не требует их физического присутствия (Лондонская фондовая биржа). Экономика финансовых рынков хорошо показана в следующем отрывке из доклада, представленного на конференции Мирового банка по фондовым рынкам в 1995 г.

Извлечение из: Jack Glen. «International Comparison of Stock Trading Practices». Paper presented at the World Bank Conference on Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth, February 16-17, 1995, p.2.

“Финансовые рынки играют важную роль в экономике капитализма, способствуя взаимодействию между инвесторами (обладателями сбережений) и потребителями капитала. Чем лучше они выполняют свою функцию, тем больше вероятность того, что обладатели сбережений будут заинтересованы в предоставлении своего капитала и, соответственно, будет более низкой его стоимость для потребителей денежных ресурсов, которые, в свою очередь, будут заинтересованы в том, чтобы получить капитал из внешних источников вместо того, чтобы использовать свои собственные сбережения. Способствуя такому взаимодействию, эффективно работающие финансовые рынки помогают достичь больших темпов прироста инвестиций / сбережений, что приводит к ускорению экономического роста. Именно поэтому необходимы хорошая организация и регулирование финансовых рынков.

Участники финансового рынка нуждаются в его четырех основных функциях.

Как для инвесторов, так и для эмитентов рынок должен раскрывать информацию о стоимости финансовых активов, именно поэтому в финансовых

кругах уделяется такое большое внимание способности рынков эффективно перерабатывать информацию. Информационная роль чрезвычайно важна, поскольку она является основой для принятия решений об инвестировании и эмиссии ценных бумаг: благодаря ей участники рынка узнают о цене (стоимости) конкретных финансовых инструментов.

Вторая и третья функции - это сберегательные функции для инвесторов: хранение богатства и распределение рисков через диверсификацию.

Четвертая функция непосредственно связана с предложением на рынке и ролью финансовых рынков как источников капитала. Способность рынков выполнять эту функцию - мобилизовывать капитал - делает их особенно привлекательными для развивающихся стран, где предложение капитала может быть недостаточным. В экономике с неразвитым финансовым рынком нехватка капитала затрудняет развитие.

Доказательством важности финансовых рынков является тот факт, что проблемы рынков, их участников и способности рынков выполнять указанные четыре функции стали предметом отдельных отраслей финансовой науки. В области корпоративных финансов предметом исследований являются эмитенты ценных бумаг, а также то, как делается выбор между различными финансовыми инструментами. Теория рынков капитала изучает процесс установления стоимости ценных бумаг и роль финансовых посредников. Теория микроструктуры рынка анализирует процесс торговли ценными бумагами и влияние, оказываемое системами торговли на поведение и успех рынка.

Экономическая теория указывает, что способность финансовых рынков привлекать частный капитал во многом зависит от институционального устройства этих рынков, что, в свою очередь, определяется системой регулирования, в рамках которой функционирует рынок, а также микроструктурой рынка. Регулирование играет чрезвычайно важную роль, поскольку оно определяет, кто может быть участником рынка, какие ценные бумаги могут продаваться и, в определенных пределах, каков уровень издержек торговли финансовыми активами”.

РЫНКИ КАПИТАЛА

Как показывают приведенные ниже тексты, существуют две различных модели рынка капитала. В соответствии с **первым подходом** упор делается на банковскую систему, **второй** - "подход с широким участием" - ставит акцент на вовлечении населения в инвестирование накопленных средств непосредственно на рынках капитала.

Извлечение из: Asian Development Bank, “Capital Market Development in Selected Developing Member Countries of the Asian Development Bank”, (undated report of study), pp. 4-5.

“На фундаментальном уровне существуют две в существенной мере отличающиеся модели рынка капитала. В одной из них (этот вид рынка иногда называют рынком, основанным на универсальных банках) предложение на рынке представлено в основном финансовыми институтами, в большинстве

случаев - банками. Банки хранят основную часть сбережений, создаваемых в экономике в форме депозитов, размещенных компаниями и частными лицами. В этой модели компании и частные лица обычно поручают принятие решений об инвестировании банкам, сами они напрямую деньги обычно не инвестируют. Банки не только дают деньги в займы, но также являются основными покупателями акций и облигаций компаний. Они владеют акциями и контролируют торговлю ими, а также доминируют на рынках ценных бумаг. Структура финансовых продуктов на таких рынках более консервативна. Данная модель рынка капитала широко распространена в континентальной Европе (в особенности в Германии) и Японии”.

Извлечение из: Curtis J. Milhaupt, “Managing the Market: The Ministry of Finance And Securities Regulation In Japan”, 30 STANFORD JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 423 (1994).

“Закон о ценных бумагах и биржах в Японии - основная законодательная норма, касающаяся ценных бумаг, - не является первым законом этой страны о ценных бумагах. Правительство эпохи Мейдзи (1868 - 1912 гг.) признавало важность организованных бирж ценных бумаг для развития экономики страны. Хотя торговля ценными бумагами существовала в Японии еще в конце XIX века, она состояла из спекулятивных, подобных фьючерсным, сделок с использованием методов, применяемых на товарных рынках. Большинство сделок совершалось посредством выплат наличными на основе изменений стоимости акций, а не путем физической передачи сертификатов акций.

Фондовые биржи в Японии открылись в 1878 г. в Токио и Осаке, но в основном торговля ограничивалась государственными облигациями, торговля же акциями была минимальной. На этой ранней стадии связь между спекулятивными операциями на биржах и предоставлением долгосрочного капитала в целях промышленного развития была очень слабой. Компании получали капитал через банковские займы и переводы капитала внутри дзайбацу - гигантских семейных конгломератов в промышленном производстве, торговле и финансах.

Ряд законов, принятых в 70-е - 80-е годы XIX века, были по сути дела неудачными попытками правительства сохранить существовавшие методы биржевой торговли и в то же время реформировать торговлю ценными бумагами в соответствии с англо-американской моделью, для которой характерны организованные биржи и немедленная передача акций. Наконец, в 1893 г. Парламент принял компромиссный Закон о биржах, который распространялся как на фондовые, так и на товарные биржи. Основываясь в принципе на англо-американском подходе к торговле ценными бумагами и организации бирж, Закон о биржах позволял, как и прежде, проводить торговлю фьючерсным методом, при котором фактическая поставка сертификатов акций не требовалась. Закон о биржах, названный "одним из краеугольных камней модернизации японского капитализма", регулировал биржи в Японии в течение полувека и способствовал становлению и полезной деятельности фондовых бирж по всей стране.

Несмотря на эти реформы, в Японии по-прежнему преобладала традиционная система спекулятивной торговли. Рынки капитала по сравнению с банковским финансированием оставались неглубокими и второстепенными. В связи с отсутствием развитых рынков капитала для удовлетворения потребностей промышленности в долгосрочном финансировании в 1902 г. был создан Промышленный банк Японии. Однако дзайбацу продолжали получать

финансирование через свои собственные банки, доверительные фонды и страховые компании. Так называемые "новые" дзайбацу, появившиеся в 1930-е годы, уже не были столь тесно связаны с семейными кланами-основателями и за необходимым им внешним капиталом обращались, в основном, к Промышленному банку Японии и государству.

Вторая мировая война еще более затруднила развитие рынков ценных бумаг. Поскольку военная экономика требовала централизованной и насыщенной ресурсами финансовой системы, в 1941 г. торговля ценными бумагами была передана в ведение Министерства финансов. В условиях повсеместного контроля военного времени, установленного для обеспечения финансирования наиболее важных отраслей экономики, в 1943 г. был принят Закон о Японской фондовой бирже - полугосударственной корпорации, пришедшей на смену всем существовавшим в то время фондовым биржам. Было положено начало систематическому расширенному вмешательству государства в финансовую систему ради достижения целей национальной политики: сначала для ведения войны, а затем для поощрения высокого экономического роста.

Претворяя в жизнь планы, направленные на обеспечение способности промышленности страны полностью удовлетворять военные нужды, в 1943-44 гг. Министерство финансов консолидировало всю торговлю ценными бумагами, сократив количество инвестиционных банков и фондовых бирж. В результате слияний, проведенных под эгидой Министерства финансов, количество лицензированных андеррайтеров сократилось с восьми до пяти. Четыре из этих пяти инвестиционных фирм – Nomura Securities, Daiwa Securities, Yamaichi Securities, Nikko Securities, которые начинали свою деятельность андеррайтерами для новых дзайбацу, постоянно сохраняли свою доминирующую роль в торговле ценными бумагами и по-прежнему носят название "Большая четверка".

В конце войны, когда Япония начала терпеть военные поражения, фондовые биржи становились все менее активными, первичный и вторичный рынки приближались к состоянию паралича, а после капитуляции в сентябре 1945 г. биржи вообще были закрыты. Хотя Министерство финансов и дилеры ценных бумаг планировали вновь открыть биржи в октябре того же года, меморандум, выпущенный Верховным главнокомандующим союзных держав, запретил открытие бирж до утверждения союзниками плана их работы. Фактически биржи вновь открылись лишь в мае 1949 г. после принятия нового законодательства, регулирующего деятельность отрасли ценных бумаг”.

Вторая модель - это рынок капитала с "широким участием" (“broad-based” capital market), существующий, например, в **США и Великобритании**.

Извлечение из: David M.C.Lewis, book review of “The Law Structure of the International Financial System: Regulation in the United States, EEC, And Japan”, by John H. Friedland (Westport, Connecticut: Quorum Books, 1994), 200 pp. in 19 MD J. INT’L. & TRADE 331-332 (1995).

“Япония и часть стран-членов ЕС, например, Германия, имеют рынки, основанные на универсальном банковском деле. На таких рынках банки являются собственниками акций, и финансирование зависит от долгосрочных отношений между кредиторами и заемщиками. **США и Великобритания**, с другой стороны, используют финансовые рынки, от которых банки держат “на расстоянии вытянутой руки”. Для этой модели характерно наличие рынков акций, которые, в основном, отделены от банков. Доступ к финансированию определяется в большей степени рыночными ценами финансовых активов, чем

отношениями между кредиторами и заемщиками. Такие финансовые рынки обычно обеспечивают больший доступ к потребительскому кредиту и способствуют большему финансовому новаторству. И, наоборот, рынки, основанные на универсальном банковском деле, предполагают собственность банков на предприятия, контроль над ними наряду с тем, что банки доминируют на рынках ценных бумаг”.

На рынках, существующих в рамках второй модели, обладатели сбережений - как частные лица, так и компании - обычно инвестируют свои накопления сами, напрямую, а биржевые брокеры предоставляют услуги, необходимые для того, чтобы помочь индивидуальным инвесторам решить, какие ценные бумаги купить за свой собственный счет через брокера. Инвесторы могут объединять свои и сторонние активы, при этом они могут поручить принятие инвестиционных решений профессионалам. Одна из распространенных форм такого объединения – “взаимный фонд”, или “инвестиционный траст”.

Цель рынка капитала с “широким участием” - способствовать тому, чтобы все обладатели сбережений, даже самые малые, инвестировали свои накопления по собственному выбору. Стремясь задействовать все сбережения в процессе инвестирования, рынок создает условия конкуренции среди желающих получить долгосрочный капитал, чтобы привлечь максимальную часть сбережений в сферу инвестирования. Размещение капитала должно способствовать через процесс конкуренции повышению эффективности в использовании капитала, поскольку именно наиболее эффективные пользователи капитала прежде всего привлекают к себе денежные ресурсы. В свою очередь более высокая эффективность предприятий повышает их конкурентоспособность на глобальных рынках.

Кроме того, размещение капитала на основе открытой конкуренции дает новым предприятиям возможность конкурировать с уже установившимися компаниями. Таким образом, у начинающих предпринимателей появляется стимул к развитию собственных идей и превращению их в коммерчески жизнеспособные предприятия.

Существует также предположение, что предоставление более широкого выбора финансовых активов способствует тому, что лица с доходом, свободным для инвестирования, будут откладывать больше средств в качестве сбережений, увеличивая тем самым вложения в экономику страны. Если такой доход инвестируется, а не расходуется на потребление, инфляционное давление снижается. Наконец, широкое участие населения в собственности на производственные предприятия создает ощущение участия в экономической системе, причастности к общему делу.

Рынок с “широким участием” требует вовлечения многих инвесторов - больших и малых, с высоким и средним доходом, долгосрочных и краткосрочных. Вместе взятые сбережения множества малых инвесторов могут дать средства, необходимые для финансирования даже очень крупных предприятий. Поэтому политика, направленная на развитие рынка капитала с широким участием, должна способствовать поощрению даже малых инвесторов.

Малыми инвесторами могут быть люди самых разных занятий. Многие из них, скорее всего, незнакомы с финансированием предприятий и финансовых рынков, поэтому для того, чтобы малые вкладчики участвовали в процессе инвестирования, им необходимо обеспечить различные виды поддержки. В частности, большинству понадобится помощь квалифицированных специалистов, которые разбираются в тонкостях рынка и могут дать оценку предприятиям, ищущим инвесторов или стремящимся получить займы. Кроме того, если у неопытных инвесторов не будет защиты от мошенничества или иных нарушений их прав, то существует опасность того, что после случаев мошенничества или крупных скандалов они будут избегать участия в рынках капитала, утратят доверие к финансовым активам.

1.3. НЕКОТОРЫЕ КОНЦЕПЦИИ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА КАПИТАЛА. ПРОБЛЕМА ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ

В начале 1997 г. в Албании вспыхнули гражданские волнения, приведшие к свержению правительства и почти полному развалу гражданского порядка. Хаос достиг такого предела, что Италия, отчасти из желания остановить мощную волну иммиграции из Албании, возглавила группу стран, взявших на себя восстановление порядка. Причина хаоса? Мошенничество с ценными бумагами. Широким слоям албанского населения были проданы ценные бумаги, которые на самом деле ничего не стоили. Когда мошенничество было обнаружено, обманутые инвесторы потребовали защиты от правительства, правительство же в ответ на эти требования не смогло принять эффективных мер. Бездействие правительства вызвало массовое возмущение, начались гражданские волнения, правопорядок в стране был полностью нарушен.

Во многих странах имели место аналогичные инциденты, связанные с крупным мошенничеством в отношении больших групп публичных инвесторов. Например, в 1994 г. в **России** около 5 миллионов держателей акций компании МММ, не имевших, как оказалось, рыночной ценности, потеряли практически все средства, вложенные в эти акции. Акционерное общество МММ в своих телевизионных рекламах обещало вкладчикам дивиденды до 3000%, но сама компания самостоятельной стоимости не имела.³

Нечто подобное произошло в Великобритании в начале XVIII в.: множество людей потерпели финансовый крах, когда выяснилось, что акции "Компании Южных морей" ничего не стоили. Вот как описывает эту ситуацию профессор L. Loss:⁴

“Прорыв "мыльного пузыря" - "Компании Южных морей" - разорил тысячи людей из всех слоев общества. Репутация многих в финансовом и политическом мире была подорвана полностью. Эта национальная катастрофа была усугублена

³ Celia R. Taylor, “Capital Market Development in The Emerging Markets: Time to Teach An Old Dog Some New Tricks”, AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 71,79 (Winter 1997).

⁴ L. Loss, Fundamentals of Securities Regulation (2nd edition, 1988), 1-2.

многочисленными мошенническими махинациями, проводимыми подражателями. Рассказывали о том, что около тысячи человек заплатили в одно утро по две гиней каждый в качестве первого взноса за долю участия в компании, "осуществлявшей предприятие огромной важности, однако никто не знал, что это за предприятие... Охваченный паникой Парламент принял закон, запрещающий использование поддельных или неправильно оформленных документов об учреждении предприятий и проведение подписки на акции таких предприятий. Подобные действия были объявлены нарушением общественного порядка, наказуемым штрафом и конфискацией».

В нестабильных экономиках с высоким уровнем инфляции, слабым государственным надзором за финансовым рынком широко практикуется выпуск **суррогатов ценных бумаг**. Суррогат ценной бумаги (акции, облигации и т.п.) - это финансовый инструмент, имеющий назначение и обладающий чертами ценной бумаги, но не признаваемый законодательством и традицией в качестве таковой, не регулируемый государством или в ином общепринятом порядке. Цели выпуска суррогатов: а) привлечение денежных средств в обход государственного лицензирования подобной деятельности; б) выпуск ценных бумаг - суррогатов наличности; в) обход экономических нормативов, устанавливаемых государством и вызывающих дополнительные издержки у эмитентов (налоги, сборы на лицензирование, отчисления в фонд обязательных резервов в центральном банке, обязательное резервирование средств для покрытия возможных убытков от обесценения ценных бумаг и т.п.); г) финансовые мошенничества; д) обход принципа раскрытия информации и государственной регистрации ценных бумаг.

□

Суррогаты являются особо рискованными, низколиквидными ценными бумагами с абсолютно неясными перспективами доходности, при обычно полном отсутствии раскрытия информации, государственного контроля, общепринятых правил операций и игры с ними. В качестве примеров **суррогатов ценных бумаг, использовавшихся в российской практике начала 1990-х годов**, приведем суррогаты акций и суррогаты ценных бумаг, основанные на притворных сделках.

Суррогаты акций. В этом качестве выступали так называемые "**свидетельства о депонировании акций**", "**купчие**", или, как их стали называть в российской практике, **предъявительские ценные бумаги** (примеры выпуска дал концерн "ОЛБИ-Дипломат", "AVVA"; выпуск практиковался со второго полугодия 1993 г.). Идея "**свидетельства о депонировании**" в том, чтобы обойти требования законодательства об исключительно именном характере акций и сертификатов акций (воспринятом из фондовой практики США). Именные акции требуют, соответственно, развития огромной регистраторской и депозитарной сети, без которой технически невозможно функционирование рынка, обеспечение его ликвидности (именные акции требуют ведения реестров акционеров, поименной регистрации перехода прав собственности и т.д.). Акции на предъявителя, наоборот, не требуют регистрации, переход прав собственности на них (на основе купли-продажи, дарения, передачи в наследство и т.д.) осуществляется путем простого вручения, без уведомления эмитента. "**Свидетельство о депонировании акций**" - суррогат акции, который фактически

изменяет ее именной характер на предъявительский (в обход государственной регистрации, процедур раскрытия информации и т.п.).

Основные элементы **свидетельства о депонировании** в российской практике начала 1990-х годов: а) адекватность по правам акции (включая номинал, право голоса и т.д.); б) это - ценная бумага на предъявителя; в) эмитент обеспечивает право обмена в любой момент времени свидетельства на именную акцию; г) свободное обращение путем простого вручения новому владельцу; д) выплата дивидендов на основе предъявляемых владельцем обрезных купонов; е) свидетельство о депонировании - не депозитарная расписка типа ADR, GDR, это - предъявительский суррогат именной акции в обход российской нормативной практики. Другой пример **суррогата акций - билеты**, дающие право на владение долей акций (первые выпуски билетов "МММ").

Суррогаты ценных бумаг, основанные на притворных сделках. В качестве таковых использовалась эмиссия стандартных контрактов, основанных на договоре займа ("РДС", инвестор "одалживает" свои денежные средства эмитенту контракта), дарения (билеты "МММ") и т.д. Массовый выпуск стандартных серийных контрактов преследует те же цели, что и выпуск ценных бумаг - масштабное привлечение средств от значительного числа инвесторов на основе серийного, стандартного по содержанию финансового инструмента. При этом обычно эмитенты доказывают, что данный инструмент - в обход государственного регулирования и лицензирования - не является ценной бумагой, банковским депозитом и т.д. И, наоборот, что он отражает право любых правоспособных юридических и физических лиц заключать договоры займа, передачи денежных средств в доверительное управление, дарения и т.п.

В связи с финансовыми скандалами лета 1994г., массовым выпуском суррогатов в 1994г. остро встал вопрос об их запрещении. В этой связи при разработке российского законодательства по ценным бумагам (1994г.) предложено понятие "эмиссионная ценная бумага", которое охватывает любые финансовые инструменты, независимо от их назначения, выпускаемые серийно и в массовом порядке с целью привлечения эмитентом денежных ресурсов (не в оплату текущих работ и услуг, а как суррогаты акций, облигаций и других ценных бумаг). Квалификация финансового инструмента в качестве "эмиссионной ценной бумаги" должна автоматически подвергать его процедурам государственного регулирования, регистрации выпуска, раскрытия информации и т.п.

В США крах фондового рынка 1929 г. полностью подорвал доверие инвесторов. В 1932 г., после распространившейся во всем мире депрессии, чтобы восстановить экономику, президент Франклин Рузвельт инициировал стратегию "Нового договора". Одна из важнейших составляющих этой стратегии заключалась в активизации процессов инвестирования в экономику. Поскольку финансовая система и рынок капиталов США основаны на "широком участии", для предоставления инвестиционных средств требовались вкладчики из всех слоев общества. Для восстановления доверия инвесторов в начале программы реформ в рамках "Нового договора" в 1933 г. был принят Закон о ценных бумагах, обеспечивающий юридическую защиту инвесторов.

Один из комментаторов сделал даже предположение, что скандальные сделки, приводящие к крупным потерям денежных средств большого числа людей, являются необходимым стимулом развития рынка капитала.

Извлечение из: J. Robert Brown, Jr., "Order From Disorder: The Development of the Russian Securities Markets", 15 U. PF. J. INT'L BUS. L. 509, n.9 (1995).

“Подобные злоупотребления и нечестная практика являются... неотъемлемой частью развития организованных рынков ценных бумаг. Крах МММ сделал для образования российских инвесторов, для понимания ими необходимости адекватной информации больше, чем любая организованная правительством программа. Заставляя инвесторов добиваться изменений в раскрытии информации, направленных на улучшение защиты своих интересов, компании постепенно осознают взаимосвязь между раскрытием информации и процессом мобилизации капитала... Это означает, что скандалы и злоупотребления являются нормальными и даже ценными компонентами процесса эволюции рынков ценных бумаг. Они выполняют образовательную функцию, демонстрируя важность стандартов, которые дают возможность обычным инвесторам оценить различных эмитентов и брокеров”.

Цель законодательства в области ценных бумаг состоит в обеспечении защиты неопытных инвесторов / обладателей сбережений с тем, чтобы заинтересовать их в участии в процессе инвестирования, то есть в участии в рынке капитала. Эта защита может принимать различные формы, однако руководящим принципом законодательства в области ценных бумаг является защита публичных интересов населения в качестве инвестора.

РЕГУЛИРОВАНИЕ НА ОСНОВЕ ПРОВЕРКИ ПО СУЩЕСТВУ КАК СРЕДСТВО ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ

Любая система защиты инвесторов должна не только обеспечивать реальную и адекватную защиту, но и создавать у малых инвесторов чувство защищенности. В то же время важно установить реалистичный уровень ожиданий вкладчиков: необходимо избегать обещаний, которые не могут быть выполнены, в противном случае две вышеупомянутые цели вступают в противоречие друг с другом. В свете сказанного встает вопрос: от какого риска можно и нужно защитить среднего инвестора?

В некоторых правовых системах защита инвестора представлена в форме проводимого государственным учреждением "рассмотрения по существу" выпуска ценных бумаг, предлагаемого инвесторам.

Например, в разделе 9 пересмотренного Закона о ценных бумагах Филиппин (Revised Securities Act of the Philippines) говорится, что компании могут запретить предлагать ее ценные бумаги для продажи публичным инвесторам, если регулирующее агентство (Комиссия по биржам и ценным бумагам) определит, что: (I) компания не выполнила положения данного

Закона; (II) компания ведет дела в нарушение закона, что противоречит интересам публичных инвесторов; (III) предлагаемые эмитентом к открытой продаже ценные бумаги служат или могут послужить мошенническим целям.

Регулирование на основе проверки по существу используется в течение многих лет в различных штатах США. Законы, регулирующие деятельность специалистов и практику рынка ценных бумаг в этих штатах, называются "законами голубого неба".

Извлечение из: Hazen, *The Law of Securities Regulation* (2nd edition, 1990), 6-7.

“В конце XIX в. промышленники Восточного региона открыли для себя большие возможности для использования ценных бумаг в развитии американского Запада. Во многих случаях их практика была сомнительной, а потому все громче стали звучать требования ввести контроль за сбытом мошеннических, ничего не стоивших ценных бумаг.

Канзас стал первым штатом, принявшим (1911 г.) закон о ценных бумагах, который известен под названием "Закон голубого неба": закон был призван защитить канзасских фермеров от попыток промышленников продать им "кусочек голубого неба". Примеру Канзаса последовали другие штаты, и к началу Первой мировой войны "Законы голубого неба" быстро распространились на Среднем Западе, Западе и Юге как реакция на участвовавшие случаи мошенничества с ценными бумагами. Сегодня подобные законы имеют все штаты.

"Законы голубого неба" штатов требовали не только раскрытия информации, но и того, чтобы все регистрируемые согласно этим законам ценные бумаги были квалифицированы по существу инвестиций, которые должны быть сделаны за счет привлеченных от эмиссии средств, т.е. комиссии штатов по ценным бумагам получали право принимать решения о регистрации ценных бумаг в соответствии с существом инвестиций”.

Извлечение из: Mark A. Sargent, “Report on State Merit Regulation of Securities Offerings,” 41 *BUS. LAW.* 785, 791-792, 795-796, 805-807 (1986) (footnotes omitted).

“Законы голубого неба” появились значительно раньше, чем федеральные законы о ценных бумагах. Они были приняты впервые в Канзасе в 1911 г. и в период до Первой мировой войны быстро распространились в штатах Среднего Запада, Запада и Юга как реакция на рост мошенничества с ценными бумагами.

Это были в значительной мере патерналистские законы, предписывавшие жесткие требования по существу и не допускавшие почти никаких исключений из правил о регистрации. В соответствии с законами предусматривалось формирование административных учреждений с широкими полномочиями для выполнения и обеспечения соблюдения этих законов. Основываясь на сложном наборе положений о рынках капитала и роли и обязанностях правительства в их функционировании, эти законы прежде всего отражали высокую степень уязвимости обычного человека перед лицом мошенничества с ценными бумагами. (На первых порах работники административных

учреждений, занимавшихся ценными бумагами, ссылались на образ несчастной вдовы или наивного фермера, обманутых людьми, которые "продают участки под строительство домов с неограниченным правом собственности в голубом небе").

Представление об опасности мошенничества и связанных с ним народных волнений определили содержание "Законов голубого неба", в результате принятия которых была создана система регулирования, направленная на защиту невинных граждан не только от местных жуликов, но и от инвестиционных банкиров, брокеров, дилеров и корпораций, "действующих" из восточных финансовых центров. С самого начала в "Законах голубого неба" делался упор на справедливость, что определялось острым ощущением неравенства в позициях при заключении сделки между теми, кто выпускал ценные бумаги и контролировал их рынки, с одной стороны, и публичными инвесторами, с другой.

* * *

Что такое регулирование на основе проверки по существу?

Общепринятого определения понятия "регулирование на основе проверки по существу" нет. Это понятие определяется по-разному: "свод существенных стандартов"; "дискреционные полномочия", позволяющие администратору "принимать решение в зависимости от существа инвестиций, которые должны быть сделаны на основе предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг"; инструмент, "позволяющий снизить риск для инвесторов при вложении средств во вновь образованные компании"; "оценка качества выпуска ценных бумаг, основанная на определении соответствия ценности эмиссии регулятивным стандартам". В некоторых работах, посвященных данной теме, этот термин даже не употребляется. Например, в одной из авторитетных статей о законодательстве Калифорнии в области ценных бумаг это законодательство характеризуется описательно "как неотъемлемая часть широкой системы мер, предназначенных для устранения определенной несправедливости и недостатков, которые в противном случае могут возникать в финансовой практике корпораций". Ни о каком регулировании на основе проверки по существу даже не упоминается.

* * *

Многие положения законов о рассмотрении по существу дают администраторам целый ряд оснований для отказа, отмены или приостановления действия регистрации ценных бумаг. В частности, эти решения могут быть приняты в случае, если есть основания полагать, что предложение ценных бумаг не является "честным и справедливым". В положениях законов, определяющих такие общие стандарты, существуют многочисленные незначительные вариации. Некоторые законы требуют, чтобы администратор просто определял честность предложения ценных бумаг, в то время как в других содержится требование о рассмотрении предложения на предмет честности "бизнес-плана эмитента". Иногда стандарт определяется в отрицательной форме, в таких случаях закон уполномочивает администраторов принимать соответствующее решение, если предложение является "нечестным или несправедливым". Используются и другие формулировки: закон штата Огайо, например, предоставляет полномочия приостанавливать действие регистрации, если ценные бумаги "продаются или покупаются на чрезвычайно несправедливых условиях", в Калифорнии

администратор определяет, является ли предложение "честным и справедливым", а также намеревается ли эмитент "вести свои дела справедливо и честно", в штате Небраска - "является ли справедливым план деловых операций или план финансирования эмитента". В штате Мэн предусматривался отказ в регистрации, если "продажа акций предлагается на нечестных или несправедливых условиях".

В некоторых законах содержатся общие стандарты, говорящие о других факторах, помимо справедливости. Например, первые законы были конкретно направлены на обеспечение "справедливого дохода" покупателя. До самого недавнего времени закон Луизианы разрешал администратору объявлять регистрацию недействительной, если эмитент "имеет плохую деловую репутацию", если "состояние дел эмитента является неудовлетворительным" или если "компания или предприятие эмитента либо ценные бумаги не основаны на здоровых принципах ведения дел". Закон Южной Дакоты содержит аналогичную формулировку об отсутствии "здоровых принципов ведения дел". В штате Айова в регистрации отказывают, если "финансовое состояние эмитента акций отрицательно сказывается или может сказаться на статусе ценных бумаг".

Различия в формулировках положений законов не раскрывают различий между законодательствами штатов. Более того, общие формулировки стандартов почти ничего не говорят нам о подходе конкретных штатов к регулированию. Лишь анализ положений каждого штата, направленных на выполнение этих стандартов, и, что еще более важно, анализ практики применения штатами этих положений может показать, что означают полномочия по определению существа эмиссии ценных бумаг в каждом штате. В то же время факт наличия в законе штата общего стандарта проверки по существу имеет одно важное следствие. Очевидно, что широко сформулированные стандарты позволяют администратору вводить, во имя справедливости, самые различные ограничения и стандарты по всем аспектам предлагаемого выпуска ценных бумаг и связанных с ним операций. Администраторы использовали эти общие полномочия для создания сложной системы конкретных требований к существу эмиссии».

Извлечение из: Mark A. Sargent, "A Future for Blue Sky Law," 62 U.CIN. L. REV. 471, 473-474, 485 (Fall 1993) [footnotes omitted]:

«Регулирование на основе проверки по существу всегда было самой характерной чертой "Законов голубого неба". Лицо, отвечающее в штате за регулирование в области ценных бумаг, могло отказывать в регистрации ценных бумаг на основе того, что предложение ценных бумаг не является честным и справедливым. Регулирование на основе проверки по существу в течение длительного времени оказывало существенное влияние на практику предложения к публичному размещению ценных бумаг. Этот метод регулирования достиг своего апогея, по-видимому, в конце 1970-х - начале 1980-х годов, когда администраторы штатов распространили эту всё более усложняющуюся систему требований соответствия не только на предложения к продаже корпоративных акций, но и на растущее число выпусков участия в обществах с ограниченной ответственностью или "программ с прямым участием" ("direct participation programs»).

Полномочия отказывать в регистрации по причинам существа, в отличие от оснований, связанных с раскрытием информации, не только были чертой,

отличающей регулирование штатов от федерального. Они также были причиной нескончаемых споров по поводу того, оправдано ли регулирование на основе проверки по существу как политика, является ли оно практически целесообразным. Нет нужды продолжать сейчас эти споры. В последнее десятилетие в результате крупных изменений в правовой структуре норм "голубого неба" роль регулирования на основе проверки по существу значительно сократилась: такое регулирование, если и не утратило полностью своей важности, то стало, по крайней мере, существенно менее значимым.

* * *

Таким образом, регулирование на основе проверки по существу переживает тихий кризис легитимности. Трудно представить, как его сторонники смогут разрешить этот кризис, даже если тенденции дерегулирования, доминировавшие в прошлом десятилетии, трансформируются или ослабнут в результате большей поддержки финансового регулирования в ответ на очевидные эксцессы этого десятилетия. Вряд ли регулирование на основе проверки по существу усилится в результате нового движения в пользу более строгого регулирования ценных бумаг. Скандалы на рынках ценных бумаг в 1980-е годы, в том числе волна возмущения в связи со злоупотреблениями с "гршовыми" акциями, не вызвали прилива энтузиазма по отношению к активизации или расширению регулирования на основе проверки по существу, который мог бы преодолеть сопротивление финансовых кругов и глубокий скептицизм относительно пользы такого регулирования. Этот регулятивный подход по-прежнему применяется, но акценты в законодательстве "голубого неба" постепенно и неумолимо смещаются, как будет показано ниже. Регулирование на основе проверки по существу применяется спорадически, почти случайно. В то же время его значение нельзя отрицать, поскольку в некоторых крупных штатах, таких как Калифорния и Техас, оно по-прежнему применяется, хотя в будущем оно будет использоваться все реже и, в конечном итоге, будет представлять интерес лишь для историков».

РЕГУЛИРОВАНИЕ НА ОСНОВЕ ОБЯЗАТЕЛЬНОГО РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

Регулирование на основе проверки по существу как основа для федерального законодательства **США** в области ценных бумаг было отвергнуто: нельзя возлагать на законы обязательство обезопасить инвестора от риска потери вложений. Такая гарантия практически нереальна и противоречит самой концепции рынка. Инвесторы, вложившие деньги в предприятие, неизбежно рискуют, не зная, будет ли предприятие процветать; этот аспект инвестирования должен осознаваться каждым инвестором с самого начала. Если бы предпринимались попытки оградить инвесторов от привлечения к участию в слишком рискованных предприятиях, то неизбежно встал бы вопрос, какой риск считать излишне высоким и кто это определяет. Некоторые инвесторы готовы и могут пойти на высокий риск в надежде на большой выигрыш. Действительно, некоторые предприятия сопряжены с большим риском, однако именно рискованные новые предприятия часто порождают новые технологии и новые товары. Попытки лишить предприятия с высокой степенью риска возможности участвовать в конкурентной борьбе за получение капитала могли бы задушить стремление экспериментировать, а

также значительно замедлить разработку новаторской продукции и новых видов услуг.

В то же время законы могут обеспечить получение инвестором адекватной и точной информации с тем, чтобы инвестор мог провести обоснованную оценку риска и решить, на какой риск он готов пойти. Законы также могут гарантировать инвестору правовую защиту в случае мошенничества и нечестных операций.

В силу этих причин федеральное законодательство **США** в области ценных бумаг и законы **большинства стран мира** с рыночной экономикой предусматривают в качестве основы для защиты инвесторов и повышения эффективности рынка полное и честное раскрытие существенной информации о компаниях, выпускающих акции для продажи, и транспарентность (прозрачность) самого рынка.

Поскольку информация является основополагающей частью рыночного механизма, применение раскрытия информации как основы регулятивной системы соответствует целям регулирования и сводит к минимуму вмешательство в функционирование рынка. "Безупречный рынок предполагает безупречную информацию" - эта фраза стала аксиомой. Инвестор получает защиту в виде адекватной и точной информации, но решение об инвестировании он принимает на свой страх и риск.

Извлечение из: Note, "Disclosure as a Legislative Device", 76 HARVARD LAW REVIEW 1273 (1963) (о философии раскрытия информации).

"Положение о том, что именно государство должно обеспечить раскрытие адекватной и точной информации, представляется естественным и понятным. Попытки же определить, в какой степени ценные бумаги заслуживают публичного размещения, - задача рискованная и трудная для любого лица или организации, в том числе и для государственного учреждения. В странах, которые использовали системы регулирования на основе проверки по существу, наблюдается тенденция отказываться от таких попыток в пользу регулятивных систем, направленных на обеспечение стандартизированного и контролируемого раскрытия информации.

Для того, чтобы система раскрытия информации была эффективной, форма и содержание информации должны быть стандартизированными, а за раскрытием информации должен осуществляться контроль со стороны государственного учреждения.

Руководители предприятий, обязанные раскрывать информацию, должны иметь адекватные информационные системы для подготовки соответствующей информации и данных. Полезным побочным продуктом этого процесса является развитие более совершенных систем управления информацией, которые служат как чрезвычайно важным инструментом управления, так и средством для выполнения регулятивных требований о раскрытии информации".

Принцип раскрытия информации является основой регулятивной системы в США с 1933 г. В 1935 г. эту систему переняли **Филиппины**.

Великобритания традиционно использовала этот принцип, но другие крупные страны с рыночной экономикой в Западной Европе приняли лишь недавно подход, основанный на раскрытии информации в рамках Европейского Союза. Целый ряд директив, выпущенных ЕС в начале 1980-х годов, составляют свод законов о ценных бумагах для стран - членов. Основой этих законов являются Директива о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах и Директива о проспекте предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг. В этих директивах разрабатывается принцип раскрытия информации в странах ЕС.

Извлечение из: EU Council Directive of 17 March, 1980, coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing (80/390/ЕЕС), 1980 OJ L 100.

“Ввиду того, что в большинстве государств-членов предприятия, предлагающие свои ценные бумаги к публичному размещению, должны обеспечивать гарантии для защиты интересов настоящих и потенциальных инвесторов как во время публичного размещения, так и во время их допуска к официальной котировке на фондовых биржах;

Ввиду того, что такие гарантии требуют раскрытия достаточной и максимально объективной информации о финансовом положении эмитента и конкретных данных о ценных бумагах, предлагаемых к официальной котировке...

* * *

Статья 4.

Данные о предлагаемых к допуску для котировки на бирже ценных бумагах должны содержать информацию, необходимую для того, чтобы инвесторы и их консультанты по вопросам инвестиций могли провести обоснованную оценку активов и долгов, финансового положения, прибылей и убытков, а также перспектив компании-эмитента и прав, связанных с такими ценными бумагами...”

Изменения, происшедшие в ЕС, резюмированы в статье: Andreas J. Roquette “New Developments Relating To The Internalization of The Capital Markets: A Comparison of Legislative Reform In The United States, The European Community, And Germany,” 14 U. PA.. J. INT’L Bus. L. 565, 596-599 (1994).

Извлечение:

“Благодаря многим директивам, принятым в последние годы, в ЕС существенно повысилась степень единообразия законов о ценных бумагах. Традиционно считалось, что регулирование в области ценных бумаг практически отсутствует за пределами Соединенного Королевства. Европейские фондовые биржи организованы на основе саморегулирования и работают фактически без контроля со стороны национальных правительств. В большинстве государств-членов не существовало системы раскрытия полной информации для выпуска и торговли ценными бумагами, во многих государствах-членах сделки с акциями лицам, располагающим инсайдерской информацией, не запрещались. Как только государства-члены полностью интегрируют директивы в свои внутренние законодательства, в ЕС будет существовать гармонизированная система регулирования ценных бумаг,

основанная на принципе обязательного раскрытия информации. Эта регулятивная система будет требовать более высоких стандартов раскрытия информации, чем те, что действовали в государствах-членах ранее, для раскрытия публичной, честной, точной, ясной, адекватной и своевременной информации. Директивы обеспечивают гармонизацию посредством установления минимальных стандартов для выпуска ценных бумаг и взаимного признания их выпуска.

Действия по гармонизации направлены на формирование единого рынка ценных бумаг в ЕС. Требования к информации для допуска к котировке на бирже и проспекты эмиссии предлагаемых к открытому размещению ценных бумаг, которые признаются всеми странами – членами, облегчают допуск к котировке и публичное размещение ценных бумаг в этих странах и способствуют существенному снижению связанных с этим расходов. Все это, наряду с укреплением доверия публики и повышением роли анализа раскрываемой компаниями информации, придает европейскому рынку ценных бумаг большую привлекательность, в результате чего он может стать более конкурентоспособным по сравнению с другими крупными рынками капитала, а именно рынком США. Другая цель усилий по гармонизации состоит в поощрении большей конкуренции в секторе финансовых услуг, которая также приводит к снижению затрат на мобилизацию капитала.

Тем не менее, усилия по гармонизации в ЕС еще не достигли полного успеха. К 1992 г. - сроку, установленному для достижения единообразия, - были приняты лишь минимальные стандарты, сопровождаемые правилом взаимного признания выпусков ценных бумаг. Таким образом, многие положения имеют компромиссный характер. В комментариях на эту тему указывалось, что ЕС выбрал "гармонизацию сейчас" ценой "разлада после".

Усилия по гармонизации ограничиваются рядом факторов. Во-первых, подход, основанный на минимальных стандартах, не лишает членов ЕС права вводить более строгие требования при принятии директив в рамках своего внутреннего законодательства. Во-вторых, во многих директивах допускается ряд исключений и изъятий, ограничивающих их сферу действия и эффективность. Кроме того, хотя сами директивы являются обязательными для всех государств-членов, последние могут сами выбирать форму и метод их включения во внутреннее законодательство, что еще более ограничивает усилия по достижению гармонизации. Санкции за нарушения запрета на использование инсайдерской информации, например, определяются каждым государством-членом самостоятельно в соответствии с Директивой об инсайдерской торговле. Отрицательное воздействие на усилия по гармонизации также оказывает наличие некоторых областей рынка ценных бумаг, которые до сих пор никак не регулируются. Наконец, отсутствие институционального механизма для координации и внедрения новой регулятивной системы препятствует эффективной и действенной гармонизации законов. Таким образом, меры, предпринимаемые государственными учреждениями в разных странах для внедрения новых регулятивных норм, значительно отличаются друг от друга.

С другой стороны, существует ряд факторов, которые способствуют усилиям по гармонизации. Авторы, комментирующие данную тему, предполагают, что, как только директивы станут частью внутреннего законодательства государств-членов, может появиться более широкая группа "европейских корпораций", финансовые активы которых будут обращаться на общем рынке ценных бумаг, находящемся под множественной юрисдикцией. Эти "европейские корпорации" будут способствовать формированию новой

корпоративной психологии, характеризующейся более высоким стандартом в области раскрытия информации. К такому результату может привести стремление руководства предприятий иметь репутацию “компаний международного класса” или влияние третьей стороны - профессионалов, чьи услуги потребуются для работы на общеевропейском уровне. В комментариях также отмечается, что предусмотренное директивами взаимное признание выпусков ценных бумаг требует сотрудничества между соответствующими учреждениями различных стран в области регулирования. Вероятно такое сотрудничество, способствующее расширению контактов и связей между этими учреждениями, приведет к консенсусу между ними относительно оптимальных стандартов в области раскрытия информации. Кроме того, конкуренция между государствами-членами может привести к "расплавлению систем регулирования", т.е. к дерегулированию до минимальных стандартов, предусмотренных директивами.

Из этого можно сделать вывод, что, несмотря на различия между внутренними законодательствами государств-членов, которые будут сохраняться и в будущем, "желание ЕС достичь гармонизации привело к беспрецедентному сближению различных регулятивных стандартов". Более того, "никакой другой двусторонний или многосторонний международный договор не достигал такого успеха". ЕС "установил единственную в мире международную систему раскрытия информации... и ввел первый межгосударственный запрет на инсайдерскую торговлю. Фактически ЕС имеет "единственный в мире международный режим регулирования ценных бумаг...". Поэтому даже если гармонизация не будет достигнута полностью, установившаяся система явится большим шагом вперед в деле создания единого европейского рынка ценных бумаг, способного привлекать больше инвесторов и эмитентов, чем когда-либо ранее”.

Принцип раскрытия информации о ценных бумагах также был принят на формирующихся рынках стран Азии и Латинской Америки. Законодательство о ценных бумагах **Гонконга, Индонезии, Таиланда, Сингапура, Южной Кореи, Бразилии, Аргентины, Индии, Пакистана** и других стран имеет своей основой модели **США и Великобритании**.

Извлечение из: Celia R. Taylor, “Capital Market Development in The Emerging Markets: Time to Teach An Old Dog Some New Tricks”, 45 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 71-73 (Winter 1997):

“Что касается **восточноевропейских стран**, в том числе **России**, следует иметь в виду, что они отчаянно нуждаются в переливании крови, так как деньги являются кровеносной системой рыночной экономики. Страны, имевшие на протяжении последних 45 лет систему жесткого централизованного контроля, теперь решают проблему работы в условиях капиталистического рынка. Одним из центральных компонентов этого перехода является развитие жизнеспособного рынка капитала.

Приступая к структурированию своих рынков капитала, эти страны столкнулись со следующей задачей: как установить такую регулятивную систему, которая способствовала бы максимальному объему торговли и наиболее эффективному размещению капитала в кратчайшие сроки... Одним из центральных компонентов необходимой регулятивной структуры является обеспечение того, чтобы раскрытие информации эмитентом способствовало дифференциации компаний как возможных объектов инвестирования. Все теории эффективных рынков основываются на идее о том, что информация

доступна, по крайней мере, для одной группы инвесторов. При отсутствии системы раскрытия информации об эмитенте ценных бумаг средний розничный инвестор не имеет механизма, позволяющего ему отличить высококачественные предприятия от низкокачественных, что препятствует эффективному размещению капитала".

КОНЦЕПЦИЯ ТРАНСПАРЕНТНОСТИ РЫНКА В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ РАЗВИТИЯ РЫНКА КАПИТАЛА

Естественно, что именно на транспарентности сделан акцент в Указе Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008, озаглавленном "Об утверждении концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации". Ключевой целью для правительства в развитии рынка капитала, говорится в Указе, является "повышение уровня информационной прозрачности рынка".

Достижению этой цели должны способствовать:

- создание общепринятой системы показателей для анализа положения на рынке ценных бумаг;
- четкое разграничение информации на являющуюся коммерческой тайной и не являющуюся таковой, или обязательную к раскрытию по любому требованию как отдельных граждан, так и органов государственной власти;
- обязательное опубликование любых фактов деятельности эмитентов, могущих существенно повлиять на курс их ценных бумаг;
- поддержка независимых рейтинговых агентств и введение признанной рейтинговой оценки компаний – эмитентов ценных бумаг;
- поддержка специализированных изданий, характеризующих отдельные отрасли экономики как объекты инвестиций;
- формирование центров раскрытия информации; ужесточение ответственности за раскрытие недостоверной информации о ценах и объемах операций с ценными бумагами в торговых системах.

В российском законе «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями) указывается, что:

- в случае открытой (публичной) эмиссии, требующей регистрации проспекта эмиссии, эмитент обязан обеспечить раскрытие всей информации, содержащейся в проспекте эмиссии и в отчете об итогах выпуска;
- эмитент, а также профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие размещение эмиссионных ценных бумаг, обязаны обеспечить любому потенциальному владельцу возможность доступа к раскрываемой информации до приобретения ценных бумаг.
- в последующем эмитент обязан раскрывать информацию о своей текущей финансово-хозяйственной деятельности (ежеквартальные отчеты эмитента, существенные факты, затрагивающие финансово-хозяйственную деятельность эмитента).

Интересен вопрос о том, какой принцип лежит в основе регулирования эмиссии ценных бумаг в российской практике – «проверки по существу» или же исключительно «раскрытия информации»?

С одной стороны, российское законодательство предполагает, что должны регистрироваться только те выпуски ценных бумаг, которые соответствуют требованиям раскрытия информации. Так, основанием для отказа в регистрации выпуска ценных бумаг (ст. 21 Закона “О рынке ценных бумаг”) может быть: “несоответствие представленных документов и состава содержащихся в них сведений» требованиям данного закона; внесение в проспект эмиссии или иные документы, являющиеся основанием для регистрации выпуска ценных бумаг) «ложных сведений либо сведений, не соответствующих действительности (недостоверных сведений)».

Таким образом, основным принципом регулирования эмиссии ценных бумаг является «раскрытие информации».

Вместе с тем российское законодательство содержит требование, которое может быть использовано для «проверки по существу» выпуска ценных бумаг при его регистрации. Так, основанием для отказа в регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг (ст. 21 Закона “О рынке ценных бумаг”) является нарушение эмитентом требований законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных для регистрации документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг законодательству РФ и несоответствии условий выпуска эмиссионных ценных бумаг законодательству РФ о ценных бумагах.

Например, Гражданский кодекс РФ (ст. 100) предусматривает, что «увеличение уставного капитала общества для покрытия понесенных им убытков не допускается». Это означает, что государственный орган, регистрирующий выпуски ценных бумаг, вправе после анализа финансово-хозяйственного положения общества отказать ему в регистрации по причине того, что выпуск акций покрывает убытки общества, то есть отказать в регистрации после «проверки по существу».

В стандартах эмиссии акций и облигаций, утвержденных Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг РФ в 1996 г. и действующих по настоящее время, в качестве возможной причины отказа в регистрации выпуска ценных бумаг называется наличие в документах «положений, способных ввести в заблуждение приобретателей ценных бумаг», что может предполагать проверку по существу инвестиционных предположений, объявленной доходности (способность эмитента выплачивать доходы) или иных условий, относящихся к содержательной стороне эмиссии ценных бумаг.

ДРУГИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ И ПОТРЕБНОСТИ РЫНКА КАПИТАЛА С “ШИРОКИМ УЧАСТИЕМ”

Законы, регулирующие рынок капитала, призваны, помимо всего, обеспечивать компетентность и надежность профессионалов, обслуживающих публичных инвесторов. Кроме того, инвесторов нелегко убедить в целесообразности купить акции, если они сомневаются в возможности их продать в случае необходимости, или же продать для получения прибыли или ограничения потерь. Поэтому жизнеспособность рынков ценных бумаг также является важным аспектом защиты инвесторов. Наконец, одно дело

провозгласить стандарты и требования, а другое - гарантировать их соблюдение. Поэтому имеющиеся средства обеспечения выполнения требований и стандартов являются важнейшим аспектом защиты инвесторов на рынках капитала.

Компетентные и надежные профессиональные участники как элемент рынка. Раскрываемая информация должна быть проанализирована и истолкована. На начальном этапе эти задачи решают профессионалы, работающие в финансовых институтах. Однако предполагается, что со временем преимуществами, связанными с нарастающими потоками информации и умением эффективно ее использовать для анализа и принятия решения, должны пользоваться и другие, в частности, индивидуальные инвесторы. Профессиональные консультанты могут помочь инвесторам своими советами.

Рынок капитала с “широким участием” нуждается в надежных и знающих профессиональных посредниках, обслуживающих на рынке как спрос, так и предложение. Даже самым сведущим людям может потребоваться помощь профессиональных аналитиков и консультантов, когда речь заходит о вложении денег в акции. Акции – “тонкий” товар, представляющий сложные имущественные интересы. Оценка разносторонней финансовой информации, даже в самом подробном изложении, требует особого понимания и навыка. Поэтому для развития рынка капитала с “широким участием” чрезвычайно важно, чтобы инвесторы пользовались услугами профессионалов, обладающих компетенцией и умением, необходимыми для понимания вопросов инвестирования в акции, оценки состояния предприятий, анализа финансовых данных и интерпретации всех этих факторов для публичных инвесторов.

Кроме того, инвестиции в акции должны быть объектом маркетинга и как концепция, и как конкретные возможности. На Уолл-Стрит бытует поговорка: "Акции продают, а не покупают", что означает, что инвесторов необходимо убедить в целесообразности вложения денег в акции. Предприимчивые брокеры являются одним из обязательных и основных компонентов продвижения ценных бумаг как товара. Конечно, для предотвращения злоупотреблений излишняя предприимчивость должна быть ограничена ответственностью.

В законодательстве должны быть установлены стандарты и требования к деятельности профессиональных участников, а также предусмотрены соответствующие механизмы привлечения к ответственности за несоблюдение установленных стандартов.

Ликвидные рынки для торговли ценными бумагами. Финансовая выгода от приобретения облигации или долгового обязательства является ограниченной и устанавливается условиями данного финансового актива (владелец долговой ценной бумаги ожидает истечения срока займа для того, чтобы получить основную сумму займа и процент, начисленный за пользование денежными средствами). В отличие от этого покупатель акций в том, что касается получения прибыли от своих инвестиций, зависит от ликвидности рынка. Держатель акций может ориентироваться на получение дохода от инвестиций в виде распределения прибыли между акционерами (дивидендов) или посредством продажи акций по цене, значительно

превышающей их первоначальную цену благодаря существенно возросшей стоимости предприятия. Если рынок правильно отражает стоимость акций компании вследствие того, что участники рынка имеют полную информацию о делах компании, ожидания инвестора могут оправдаться. Однако сам рынок должен иметь достаточное количество покупателей и продавцов для того, чтобы желающий купить акции всегда мог найти желающего их продать, и наоборот. Способность рынка давать возможность продавцам продавать тогда, когда они этого хотят, и покупателям покупать тогда, когда им это необходимо, называется "ликвидностью" рынка. Ликвидные рынки для торговли ценными бумагами являются важнейшими элементами рынка капитала.

Механизмы принуждения к выполнению законов и правил. Любой закон, защищающий публичных инвесторов, призван ответить на вопрос о том, как будет обеспечиваться выполнение установленных требований и стандартов. Если информация о компании не раскрывается или раскрывается ненадлежащим образом, то какое наказание предусматривается для нарушителя, и какие возможности для защиты своих прав имеют инвесторы?

Цель санкций в отношении нарушителя - прежде всего не допустить повторных нарушений, а также предотвратить нарушения в принципе. Однако инвестор, которому нанесен ущерб, пользы лично для себя от наказания нарушителя не получает. Он получает только моральное удовлетворение: виновный наказан.

Средства защиты прав потерпевших инвесторов предоставляют инвесторам возможности возполнить нанесенный им ущерб. В некоторых странах принят подход, заключающийся в том, что законы предлагают инвесторам определенный выбор средств защиты своих прав: это могут быть средства, которые инвесторы применяют по собственной инициативе, либо средства, применяемые от имени инвестора государственными учреждениями или профессиональными организациями. Установление средств защиты прав инвесторов, которым нанесен ущерб, преследует две цели: во-первых, инвестор получает компенсацию того ущерба, который был ему нанесен в результате противоправных действий; во-вторых, заставляя нарушителя платить за причиненный им ущерб, мы удерживаем других от совершения подобных нарушений.

Степень доверия инвесторов определяется эффективностью предоставляемой им защиты. А доверие инвесторов необходимо для того, чтобы рынок капитала имел и сохранял необходимый ему широкий круг участников.

Во многих странах для обеспечения выполнения законов, принятых для защиты инвесторов, созданы специальные учреждения. В США контроль за исполнением законов, регулирующих раскрытие информации об операциях с ценными бумагами, деятельность профессиональных посредников на рынке капитала, рынки торговли ценными бумагами и других законов, призванных защищать публичных инвесторов в ценные бумаги, возложен на Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission (SEC)). Комиссия уполномочена разрабатывать и вводить правила и регулятивные положения,

определять требования, которым должны отвечать профессиональные посредники на рынке капитала, проводить расследования и возбуждать дела в целях наказания виновных за нарушения законов или правил Комиссии.

Япония в 1992 г. учредила Комиссию по контролю за ценными бумагами и биржевой торговлей (Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC)), которая может проводить расследования нарушений закона о ценных бумагах, но полномочия которой были ограничены ее обязанностью передавать свои выводы по результатам расследований в Министерство финансов (Ministry of Finance).

С июня 1998 г. Комиссия по контролю за ценными бумагами и биржевой торговлей (Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC)) выведена из подчинения Министерства финансов. В настоящее время она субординирована Агентству по финансовым услугам (Financial Services Agency) – мегарегулятору финансовых рынков, находящемуся вне системы Министерства финансов.

В **России** Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг существует под разными названиями с 1995 г. В качестве образца при ее учреждении была принята практика **США**.

Организационные и другие аспекты законов, принятых для защиты публичных инвесторов, рассматриваются в последующих главах.

1.4. МЕЖДУНАРОДНО ПРИЗНАННАЯ ПРАКТИКА РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА КАПИТАЛА

Ряд крупных международных организаций и ассоциаций, объединяющих государственные органы различных стран, профессиональных участников рынка ценных бумаг и торговые системы, осуществляют обобщение лучшей международной практики в области регулирования фондового рынка и разрабатывают требования, стандарты и рекомендации, которым должны соответствовать или на которые могут ориентироваться национальные регуляторы рынков ценных бумаг.

В числе указанных организаций:

-International Organization of Securities Commissions / Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO);

-International Federation of Stock Exchanges / Federation Internationale des Bourses de Valeurs / Международная федерация фондовых бирж (FIBV);

-International Securities Services Association / Международная ассоциация по услугам в области ценных бумаг (ISSA);

-Bank for International Settlements / Банк международных расчетов (BIS);

-World Bank / Мировой банк;

-International Finance Corporation / Международная финансовая корпорация (IFC);

-International Monetary Fund / Международный валютный фонд (IMF / МВФ).

Все обобщающие, методические и рекомендательные документы и отчеты указанных организаций находятся в открытом доступе на официальных сайтах в Интернете.

Ключевым источником, обобщающим лучшие примеры международной практики в области регулирования рынка ценных бумаг, является документ Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) “Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг” (“Objectives and Principles of Securities Regulation”), изданный в сентябре 1998 г. Данный документ содержит 30 принципов регулирования рынка ценных бумаг, подчиненных трем главным целям: а) защита инвесторов; б) обеспечение справедливости, эффективности и прозрачности (прозрачности) рынков; в) снижение системного риска. Отмечается, что указанные принципы относятся также к регулированию рынка производных финансовых инструментов.

Соответственно, в принципы регулирования рынка ценных бумаг, по мнению IOSCO, входят следующие:

“А. Принципы, относящиеся к регулятору.

1. Область ответственности регулятора должна быть ясно и объективно определена и утверждена.

2. Регулятор должен быть операционно независим наряду с тем, что он должен обладать подотчетностью в исполнении своих обязанностей и полномочий.

3. Регулятор должен иметь адекватные полномочия, надлежащие ресурсы и способность выполнять свои функции и осуществлять свои полномочия.

4. Регулятор должен обеспечить ясный, последовательный и непротиворечивый регулятивный процесс.

5. Сотрудники регулятора должны соблюдать высочайшие профессиональные стандарты, включая соответствующие стандарты конфиденциальности.

В. Принципы для саморегулирования.

6. Схема регулирования должна включать надлежащее использование саморегулируемых организаций (СРО), исполняющих функции прямого надзора за областями, находящимися в их непосредственной компетенции, в той мере, в какой это определяется размерами и сложностью рынка.

7. Саморегулируемые организации должны быть объектом надзора со стороны регулятора. Они должны соблюдать стандарты честности, справедливости и конфиденциальности при выполнении переданных им полномочий и осуществлении своих обязанностей.

С. Принципы обеспечения принудительного исполнения регулятивных норм в области ценных бумаг.

8. Регулятор должен обладать разносторонними полномочиями в области инспектирования, расследований и надзора.

9. Регулятор должен обладать разносторонними полномочиями для обеспечения принудительного исполнения регулятивных норм.

10. Регулятивная система должна обеспечивать эффективное и пользующееся доверием применение полномочий регулятора в области инспектирования, расследований, надзора и обеспечения принудительного исполнения регулятивных норм. Должно быть обеспечено внедрение эффективных программ “комплаенс” (проверки соответствия операций на рынке ценных бумаг регулятивным нормам у профессиональных участников рынка ценных бумаг – от авт.).

Д. Принципы сотрудничества в области регулирования.

11. Регулятор должен обладать полномочиями в том, чтобы передавать публичную и непубличную информацию своим контрагентам в области регулирования, работающим на внутреннем рынке и за рубежом.

12. Регуляторы должны установить механизмы обмена информацией, в рамках которых должно быть определено, в какое время и в каком порядке регуляторы будут обмениваться публичной и непубличной информацией со своими контрагентами в области регулирования, работающими на внутреннем рынке и за рубежом.

13. Регулятивная система должна давать возможность оказывать содействие иностранным регуляторам в случаях, когда они делают запросы в рамках исполнения своих функций и реализации своих полномочий.

Е. Принципы для эмитентов.

14. Должно быть обеспечено полное, своевременное и точное раскрытие информации о финансовых результатах, а также другой информации, которая является существенной (“материальной”) для инвесторов.

15. Эмитенты должны обращаться с держателями своих ценных бумаг на справедливой, честной и равной основе.

16. Должны использоваться международно признанные, обладающие высоким качеством стандарты учета и аудита.

Ф. Принципы для схем коллективного инвестирования.

17.Регулятивная система должна установить стандарты допуска и порядок регулирования для тех, кто собирается распространять на рынке или управлять схемой коллективного инвестирования.

18.Регулятивная система должна установить правила, которые бы регулировали юридическую форму и структуру схем коллективного инвестирования, а также обеспечивали бы обособление и защиту клиентских активов.

19.Регулирование должно требовать раскрытия информации, подобного тому, какое предусмотрено для эмитентов, что необходимо для конкретного инвестора с тем, чтобы оценить, насколько схема коллективного инвестирования соответствует его потребностям и какой стоимости достигло долевое участие инвестора в данной схеме.

20.Регулирование должно обеспечить надлежащий и прозрачный базис для оценки активов, оценку и погашение долевых частей в рамках схемы коллективного инвестирования.

G. Принципы для рыночных посредников.

21.Регулирование должно установить минимальные стандарты для допуска финансовых посредников на рынок.

22.Для рыночных посредников должны быть установлены начальные и текущие требования к капиталу и другие пруденциальные требования, которые бы отражали уровень рисков, принимаемых на себя рыночными посредниками.

23. Рыночные посредники должны соответствовать стандартам внутренней организации и операционного поведения, которые призваны защитить интересы клиентов, обеспечить надлежащее управление рисками и создать основу для того, чтобы менеджмент посредника принял на себя непосредственную ответственность за защиту интересов клиентов и должное управление рисками.

24.Должны существовать процедуры работы с рыночным посредником в том случае, если он прекратит выполнять свои обязательства, с тем, чтобы минимизировать ущерб и потери для клиентов и ограничить системный риск.

H. Принципы для вторичного рынка.

25.Процесс учреждения торговых систем, включая фондовые биржи, должен подлежать авторизации и надзору.

26.Должен существовать непрерывный текущий надзор регулятора за биржами и торговыми системами, который должен обеспечить поддержание честности и справедливости рынка на основе справедливых и равных для всех сторон правил, которые бы создавали надлежащий баланс между интересами различных участников рынка.

27.Регулирование должно обеспечить прозрачность (транспарентность) трейдинга.

28. Регулирование должно быть организовано таким образом, чтобы обнаруживать и предупреждать манипулирование и другие нечестные и несправедливые виды торговой практики.

29. Регулирование должно быть нацелено на то, чтобы обеспечить надлежащий менеджмент крупными экспозициями на риск, риском невыполнения обязательств и кризисными ситуациями на рынке.

30. Системы для клиринга и расчетов по сделкам с ценными бумагами должны быть объектом регулятивного надзора. Они должны быть организованы таким образом, чтобы обеспечить их справедливость, честность, эффективность и результативность, а также сокращение системного риска».

ГЛАВА 2. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ: ЧТО И КОГДА РАСКРЫВАЕТСЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ: НЕОБХОДИМО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ИЛИ ДОСТАТОЧНО ДЕЙСТВИЯ РЫНОЧНЫХ СИЛ?

Один из первых вопросов, который встает в связи с использованием системы раскрытия информации, заключается в следующем: необходимо ли законодательство, требующее раскрытия информации, или же компании неизбежно будут вынуждены раскрывать информацию, необходимую участникам рынка, под давлением рыночных сил? Эта проблема, аргументы сторонников разных позиций рассматриваются в выдержке из статьи, приведенной ниже:

Извлечение из: Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fishel, “Mandatory Disclosure And The Protection of Investors,” 70 VIRGINIALAW REVIEW 669,773, 680-682 (1984):

“Законы о ценных бумагах... имеют два основных компонента: запрещение мошенничества и требования о раскрытии информации в связи с эмиссией ценных бумаг и последующей периодической отчетностью. Всем известная сложность практической деятельности на рынке ценных бумаг обусловлена детальностью определения требований о раскрытии информации и правил, устанавливающих, какие сделки подпадают под эти требования.

Рассматривая функции правовых норм, направленных против мошенничества, а также правил, требующих раскрытия информации, которые принимаются национальными правительствами, мы приходим к выводу о том, что ни сторонники законов о защите от мошенничества и раскрытии информации, ни их оппоненты не предложили убедительной аргументации в поддержку своих позиций. Те, кто представляет эти законы как классическое законодательство, охраняющее общественные интересы, игнорируют то, как рынки защищают инвесторов. Те, кто делает упор на рыночные силы, часто умаляют издержки, связанные с использованием рынков, и рассматривают реальные законы о ценных бумагах в контексте гипотетического рынка. Противопоставлять нужно не регулирование давлению рыночных сил, а один вид регулирования - другому

В системе, имеющей законодательные нормы, направленные на борьбу с мошенничеством, но не предусматривающей обязательного раскрытия информации, компании могут безнаказанно предоставлять неполную информацию, избегая лишь предоставления ложной информации...

Система обязательного раскрытия информации значительно ограничивает возможности компаний скрывать информацию. Она также (что не менее важно) определяет время, место и порядок раскрытия информации...

Что добавляет система обязательного раскрытия информации к запрещению мошенничества на рынке ценных бумаг? Неявно предполагаемый,

выражающий публичные интересы аргумент в поддержку обязательного раскрытия информации заключается в том, что рынки дают "слишком мало" информации о ценных бумагах, если существуют только законодательные нормы против мошенничества, но не существует системы обязательного раскрытия.

Данный аргумент имеет определенные слабости. Во-первых, это слишком широкое заявление. Никто не способен полностью оценить значимость той или иной информации о зубной пасте, но федерального закона о раскрытии информации об эффективности зубной пасты в борьбе с кариесом нет. Почему ситуация с ценными бумагами должна быть иной? Мы отдаем другие товары на волю конкурентных рынков потому, что считаем, что люди, которые производят или используют конкретный товар (или проверяют его, как Союз потребителей), смогут в достаточной мере оценить информацию, поставляемую им под действием рыночных сил, с тем, чтобы заставить рынки работать с разумной эффективностью.

Также и те, кто узнает о конкретной ценной бумаге, могут извлечь прибыль из информации о ней. Они не могут получить все "блага", потому что другие участники рынка делают соответствующий вывод из новой информации и цена на бумагу изменится. Новая цена как бы "содержит" в себе новую информацию, что не дает лицу, первому узнавшему о ней, получить дополнительную выгоду. Это также означает, однако, что ценность новой информации на рынках ценных бумаг быстро падает: информация "изнашивается" по мере того, как другие люди начинают следить за процессом и у них появляются свои собственные стимулы для поиска и получения информации".

Авторы цитируемой работы выражают неуверенность в том, что законы, требующие раскрытия информации, более важны, чем рыночные силы, которые вынуждают компании раскрывать о себе соответствующую информацию. Однако, несмотря на неуверенность в этой области, большинство стран полагается на законы, обеспечивающие раскрытие адекватной и точной информации.

2.2. МОДЕЛИ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИЕ РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Извлечение из: The Economist, April 19, 1997, p.18. **Подзаголовок:** "The Law of the market: Economists have long argued that legal systems have a big impact on investment. Until now, they have had a tough time proving it". («Закон рынка: экономисты долгое время утверждали, что правовая система имеет большое влияние на инвестирование, пока что им не удается это доказать»).

«Представьте себе, что у Вас есть немного свободных денег, которые Вы могли бы инвестировать, и Вы решаете, акции какого из двух предприятий Вам купить: одна компания находится в стране, где малые держатели акций надежно защищены законом, другая - в стране, где у инвесторов таких прав нет, а немногие имеющиеся законы, защищающие держателей акций, соблюдаются очень плохо. В какое из предприятий Вы вложите деньги?

Нет, это не вопрос с подвохом. Дело в том, что экономистам так и не удалось убедительно доказать то, что утверждают многие инвесторы: что страны, в которых права инвесторов хуже защищены, менее привлекательны для инвестиций. **США и Великобританию**, например, превозносят как бастионы акционерного капитализма. В то же время **Германия и Япония**, интенсивно использующие банки и с пренебрежением относящиеся к более мелким акционерам, также процветают. Действительно ли права инвесторов играют важную роль в успешном развитии экономики?

Ответить на этот вопрос столь сложно потому, что трудно с определенностью сказать, какие именно законы являются лучшими для инвесторов. В некоторых случаях законы, облегчающие инвесторам продажу акций или получение своевременной информации, могут ограничивать свободу компаний в реализации прибыльных стратегий. Кроме того, для большинства крупных фирм характерны многочисленные конфликты интересов между менеджерами, кредиторами и держателями акций. Определение прав этих групп таким образом, чтобы это способствовало установлению максимальной стоимости акций компании, трудное дело, и правильные решения для различных категорий компаний различны.

В силу этого многие юристы считают, что корпоративное законодательство страны определяется фондовым рынком, а не наоборот. Видный американский юрист, Frank Easterbrook обосновывает данный тезис в одной из последних своих статей.⁵ Он утверждает, что в странах с насыщенными, ликвидными рынками капитала менеджеры подвергаются постоянному давлению со стороны фондовых рынков. В тех же случаях, когда такие рынки отсутствуют, инвесторы должны сдерживать менеджеров другими способами, например, давая больше прав банкам или другим крупным институтам. Таким образом, законы, определяющие права инвесторов, являются скорее следствием, а не причиной экономических условий.

Эта теория, однако, ставится под сомнение в недавно вышедшей работе,⁶ авторы которой – Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer из Гарвардского университета и Robert Vishny из Чикагского университета, - на основе подробного анализа правовых систем 49 стран мира делают выводы о том, как соответствующие законы влияют на размеры и насыщенность рынков капитала.

Классифицируемые страны разделены на четыре группы правовых систем (в зависимости от происхождения кодекса права, колониальной истории и т.д.). К первой группе относятся страны, использующие, в основном, английское общее право и основывающие свои правовые нормы на прецедентном праве и заключениях судей. К этим странам относятся **Великобритания** и ее бывшие колонии: от **США и Канады** до **Австралии и Гонконга и Сингапура**.

Основной альтернативой общему праву является гражданское право. Основываясь на классификации правоведов, экономисты разбивают страны с гражданским правом на три группы: **Индонезия, Мексика и Испания**, например, классифицируются как страны с французской системой гражданского права, некоторые государства Восточной Азии - **Япония, Южная Корея, Тайвань** и др., - имеют систему немецкого типа, **скандинавские страны** образуют отдельную, третью группу.

⁵ International Corporate Differences: Markets or Law. Journal of Applied Corporate Finance, Winter 1997.

⁶ "Legal Determinants of External Finance". Journal of Finance, forthcoming.

Затем авторы, сконструировав ряд показателей прав акционеров, классифицируют каждую страну в зависимости от имеющихся в ней средств защиты инвесторов. Например, некоторые страны разрешают компаниям выпускать для мелких инвесторов акции без права голоса или каким-либо другим путем ограничивают их права в голосовании. Лишь 11 из 49 стран закрепляют равные права голоса за каждой акцией.

Однако даже если акции дают одинаковые права голосования, реализовывать эти права в некоторых странах легче, чем в других. В **Японии**, например, для реализации своего права голоса владелец акции должен присутствовать на общем собрании компании. Поскольку около 80% японских компаний проводят свои собрания в течение одной и той же недели, право голоса становится практически бесполезным. Кроме того, в некоторых странах вкладчикам легче потребовать созыва общего собрания, чем в других. Так, в **США** для этого требуется лишь 1% владельцев акций, а в **Мексике** - 33%.

Результаты проведенного анализа оказались чрезвычайно выразительными. Во-первых, экономисты пришли к выводу о том, что инвесторы гораздо более защищены в странах с общим, а не гражданским правом, а среди стран с гражданским правом наихудшее положение наблюдается в странах с французской системой. Во-вторых, страны, использующие систему общего права, лучше защищают и кредиторов, хотя в этом плане отличие от стран с немецким правом не столь явное; они также лучше, чем страны с гражданским правом, обеспечивают выполнение своих законов. Страны с французской системой отстают и в этом отношении.

Влияние на рынки режима защиты прав инвесторов, обеспечиваемого различными системами права. В случае несправедливости инвесторы отстаивают свои права. В типичной стране с общим правом стоимость рынка акций составляет приблизительно 60% ВВП. В странах с гражданским правом эта доля значительно меньше. Например, в странах с французским правом средняя капитализация рынка акций составляет лишь 21% ВВП.

Широкий круг активных инвесторов оказывает большое влияние на компании, пытающиеся привлечь капитал. В результате в странах с общим правом на 1 миллион человек приходится 35 котируемых на бирже компаний, а в странах с французским правом - только десять. Способность мобилизовать наличность особенно важна для новых предприятий. В странах с общим правом на 1 миллион человек в среднем приходится 2.2 первых предложений акций к публичному размещению (предложений новых компаний о размещении капитала) в год. В странах с французскими правовыми традициями средний показатель не составляет и одной десятой этой величины.

Вывод кажется очевидным. Страны с общим правом хорошо относятся к инвесторам, их компании могут легко привлекать капитал, а правовые системы французского типа инвестора не защищают, что имеет весьма предсказуемые последствия.

Безусловно, здоровье финансовой системы страны определяется не только правовым режимом, но и многими другими факторами. Одним из них, несомненно, является экономический рост: по доле в валовом продукте капитализация фондового рынка в **США**, в принципе, ниже среднего показателя для стран с общим правом, многие из которых - **государства Азии** с быстро растущей экономикой. Но инвесторы, выступавшие за правовые ре-

формы во многих странах, наконец, получили подтверждение верности своей аргументации”.

В следующем тексте из статьи профессора Celia R. Taylor обсуждаются различные модели регулирования рынка ценных бумаг, рассматриваемые в контексте практики формирующихся рынков. При этом вводятся базовые концепции и понятия, имеющие важное значение для анализа различных подходов к регулированию в последующих главах.

Извлечение из: Celia R. Taylor, “Capital Market Development in The Emerging Markets: Time to Teach An Old Dog Some New Tricks”, 45 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 71, 73-79 (1997).

“У стран Восточной Европы, строящих рынки капитала, имелся широкий выбор моделей механизмов регулирования, способствующих раскрытию информации эмитентом: регулирование, осуществляемое государством через национальное законодательство; регулирование, вводимое саморегулируемыми организациями; отсутствие вообще какого-либо регулирования (т.е. акцент на добровольность) и пр.

Механизмы обеспечения раскрытия информации: общий обзор

Федеральное регулирование. Федеральная власть принимает закон, призванный контролировать доступ к рынкам ценных бумаг и торговую деятельность на них. Эта область может регулироваться непосредственно законом или (что более распространено) предусматривается создание центрального учреждения, которое, основываясь на предоставленных ему законодательной властью полномочиях, осуществляет контроль и надзор за деятельностью эмитентов. Примером такой регулятивной структуры является Комиссия по ценным бумагам и биржам США, которая получает свои полномочия от Конгресса и несет основную ответственность за контроль за соблюдением Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933) и Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). Несколько менее знакомым, наверное, для некоторых читателей является регулирование, осуществляемое саморегулируемыми организациями или СРО.

Раскрытие информации на основе добровольных действий. Другим механизмом обеспечения раскрытия информации является опора только на рыночные силы. Сторонники этого подхода считают, что не должно быть никаких регулятивных требований о раскрытии информации, поскольку в ответ на требования искушенных инвесторов эмитенты будут добровольно раскрывать экономически целесообразный объем информации. Если "адекватных стандартов" в раскрытии информации можно достичь без введения регулирования, то целесообразно его не вводить. Информационные асимметрии будут автоматически выправляться рынком.

Споры относительно верности такого подхода бушевали в США десятилетиями. Не пытаясь ответить на этот вопрос применительно к рынкам США, отметим, что ряд факторов на формирующихся рынках ограничивает эффективность добровольных мер и делает режим обязательного раскрытия информации необходимым.

Во-первых, сама новизна этих рынков предполагает, что введение единообразных правил раскрытия информации эмитентами способствовало бы повышению эффективности рынков. Сторонники того, чтобы раскрытие информации диктовалось рыночными силами, исходят из предпосылки существования эффективных, хорошо развитых рынков, на которых работает множество профессионалов в области ценных бумаг. Это информированные трейдеры, посвятившие свою карьеру сбору и распространению информации, а также обеспечению того, чтобы "вся необходимая информация о ценных бумагах быстро находила выражение в виде цены". Формирующиеся рынки, однако, в настоящее время не имеют профессионалов такого уровня, и нельзя даже сказать, что они приближаются к эффективности. Нет ни профессиональных инвесторов, способных найти нужную информацию, ни технологии, которую профессионалы могли бы использовать для передачи рынку собранной ими информации. Теоретики, изучающие закономерности действия рыночных сил, признают, что эффективность рынка и обязательное раскрытие информации имеют обратную зависимость: по мере роста эффективности рынка необходимость в обязательном раскрытии информации снижается. Если же рынки еще и близко не подошли к стадии эффективности (как обстоит дело с формирующимися рынками), аргументы в поддержку упразднения системы обязательного раскрытия информации не выдерживают критики.

Относительная молодость формирующихся рынков мешает проявиться некоторым имеющимся на развитых рынках стимулам, содействующим добровольному раскрытию информации, что также ограничивает эффективность работы профессионалов в области ценных бумаг. Один из стимулов, подталкивающий эмитента на развитом рынке раскрывать информацию, - это желание повысить стоимость ценных бумаг компании, представив их как "высококачественные", т.е. достойные более высокой цены и привлекательные для многих инвесторов. Готовность эмитента предоставить полную и точную информацию для того, чтобы инвесторы могли правильно оценить, сколько стоит компания, является одним из оснований для классификации акций как высококачественных. Обычно менеджеры на развитых рынках желают повысить цену акций по нескольким причинам: во-первых, оплата их труда может быть увязана с ценой на акции; во-вторых, менеджеры фирм на развитых рынках часто имеют существенную долю участия в капитале компании, поэтому стоимость их доли растет с повышением цен на акции; и, наконец, высокие цены помогают менеджерам сохранить свой контроль, делая компанию менее привлекательной для поглощения и сигнализируя, что нынешнее руководство хорошо справляется со своими задачами. Сочетание названных факторов дает сильный стимул для добровольного раскрытия информации.

На формирующихся рынках эффективность этих стимулов ограничивается отсутствием жизнеспособного вторичного рынка. При основной задаче, сводящейся к первоначальному притоку капитала, необходимость раскрытия точной информации становится менее важной и отступает на задний план перед обещаниями сказочно высоких прибылей. Рубль, так сказать, "в руках" сейчас имеет гораздо большую привлекательность, чем то, что можно было бы получить в будущем, тем более, когда не очень-то понимаешь, как дойти до этого будущего и что тебя в нем ждет.

Кроме того, сами условия возникновения рынков капитала в этих странах создавали неизбежные препятствия для раскрытия информации эмитентом. Приватизация государственных предприятий была проведена таким образом, что большая часть акций перешла в собственность менеджеров - бывших

руководителей этих предприятий, однако их доля владения капиталом компаний не побуждает их думать о долгосрочной динамике стоимости акций. Эти управленцы заинтересованы в другом: они хотят сохранить контроль за предприятием. Руководители приватизированных предприятий, как правило, боятся влияния извне и стремятся сохранить свою "вотчину". Раскрывать информацию - это значит обнародовать данные о принятых административных решениях и, тем самым, о своих собственных способностях и достижениях. Руководителям предприятий, привыкшим работать в условиях плановой экономики, фактически в условиях полной бесконтрольности (при условии, что они выполняли план), идея о раскрытии всей полноты информации кажется опасной. Боясь того, что раскрытие точной информации может привлечь внешних инвесторов, которые затем будут добиваться участия в управлении делами компании, руководители предприятий, когда это было возможно, старались полную информацию не давать. Они предпочитали, чтобы капитал предоставляли инвесторы, мало знакомые с их делами и не имеющие желания участвовать в оперативном управлении предприятием.

Наконец, даже если бы стимулы раскрывать информацию и существовали, возможность эмитентов делать это была ограниченной. Компании, привыкшие работать в условиях централизованного планирования, не уделяли приоритетного внимания бухгалтерскому учету и в некоторых странах отчетность организовали таким образом, чтобы можно было вводить в заблуждение налоговые власти, причин давать правдивую картину финансового положения предприятия просто не было. Хотя эмитенты и могли бы, если бы требовалось, предоставлять реальные финансовые данные, им было гораздо легче сослаться на свою неспособность, обусловленную историческими причинами, или дать неполные цифры для уклонения от уплаты налогов.

Еще один фактор, говорящий о необходимости обязательного раскрытия информации на новых рынках, - отсутствие инвесторов, привыкших к осуществлению операций на рынках капитала. Имея слабое представление о функционировании рынков капитала, розничные инвесторы на формирующихся рынках, по крайней мере, на первых порах, не требовали от эмитентов информации, необходимой для того, чтобы провести различие между компаниями. Для этих инвесторов обещание высоких доходов было более привлекательным, чем правдивая информация о долгосрочных перспективах компании. До тех пор, пока существовали такие розничные инвесторы, эмитенты были мало заинтересованы в раскрытии точной информации, поскольку неточная, вводящая в заблуждение информация давала желаемые результаты в краткосрочном плане. Правда, иностранные инвесторы имели право требовать более полной информации, однако, менеджмент предприятия, как уже отмечалось, не желал добровольно удовлетворять эти требования.

Новизна системы, а также обусловленное историческими причинами отсутствие структурных стимулов для раскрытия информации привели к многочисленным злоупотреблениям на некоторых новых рынках. Наиболее известным примером является крах МММ в **России** - классической пирамидальной схемы. В условиях отсутствия регулирования, требующего раскрытия информации, у инвесторов не было возможности отличить МММ от настоящей, жизнеспособной компании. Они сделали это, когда уже было поздно.

Проблемы, характерные для инцидентов, подобных МММ, послужили причиной того, что правительства стран с формирующимися рынками стали вводить определенные требования об обязательном раскрытии информации.

Решение сделать раскрытие информации обязательным было всеобщим, однако было не совсем понятно, на чем должны основываться требования о раскрытии информации и какая степень регулирования является необходимой для того, чтобы можно было, с одной стороны, сравнивать компании друг с другом, а с другой - не препятствовать максимально быстрому развитию активных, ликвидных рынков капитала. По мере становления своих рынков капитала, страны с формирующимися рынками пользовались опытом Запада, примером западных рынков. В век глобализации операций с ценными бумагами подобное заимствование из других правовых систем было весьма эффективно: вместо того, чтобы создавать модели с нуля, новые рынки пользовались уже накопленным в других странах опытом”.

2.3. ТРЕБОВАНИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА В ОБЛАСТИ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

ТРЕБОВАНИЯ, ВЫТЕКАЮЩИЕ ИЗ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О КОМПАНИЯХ

В ряде стран законодательство о компаниях проводит различие между публичными (открытыми) и частными (закрытыми) компаниями. Публичная/открытая компания - это компания, которой разрешено продавать свои акции/доли участия внешним инвесторам; частные/закрытые компании ограничены по количеству лиц, которым могут продаваться акции/доли участия, и по возможности продавать акции/доли участия внешним инвесторам. Если предприятие учреждено как компания, которая может продавать свои акции/доли участия публичным инвесторам, законодательство о компаниях обычно предусматривает требования, призванные защитить публичных инвесторов. В законодательство о компаниях обычно включаются требования о том, какая информация и как должна быть раскрыта.

В качестве примера положений законодательства о компаниях, проводящих различие между открытыми и закрытыми компаниями, можно привести английский Закон о компаниях 1985 г. (Companies Act of 1985), который начинается со следующей формулировки:⁷

«(1) Любые два или более лиц, вступивших в ассоциацию друг с другом с законной целью, могут... соблюдая требования настоящего Закона,.. образовывать инкорпорированную компанию с ограниченной ответственностью или без нее.

(2) Образованная подобным образом компания может быть:

- (а) обществом, ответственность членов которого ограничена ... суммой, если таковая имеется, не выплаченной по акциям/долям участия, находящимся в собственности у каждого из них (компания с ответственностью, ограниченной акциями/долями участия);

⁷ Section 1, English Companies Act 1985, as published in Ernst & Young Companies Act Handbook (as compiled by Richard Jenkins, 4th edition, 1997).

- (б) обществом, ответственность которого ограничена уставом, определяющим сумму, которую каждый член ... обязуется (в соответствии с уставом) выплатить в фонды компании в случае ее роспуска, т.е. ликвидации (компания с ответственностью, ограниченной гарантией);
 - (в) обществом, не имеющим ограничения ответственности своих членов (компания с неограниченной ответственностью).
- (3) Открытой компанией является общество с ограниченной акциями/долями участия или гарантией ответственностью, имеющее акционерный/долевой капитал,
- (а) устав которого указывает, что общество должно быть открытым;
 - (б) в отношении которого были соблюдены положения настоящего закона о регистрации компании как открытого общества...»

Закрытой компанией является общество, не являющееся открытой компанией”.

Аналогично в Федеральном законе РФ "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) в статье 7 "Открытые и закрытые общества" указывается:

- «1. Общество может быть открытым или закрытым, что отражается в его уставе и фирменном наименовании.
2. Открытое общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции и осуществлять их свободную продажу с учетом требований настоящего федерального закона и иных правовых актов Российской Федерации. Открытое общество вправе проводить закрытую подписку на выпускаемые им акции, за исключением случаев, когда возможность проведения закрытой подписки ограничена уставом общества или требованиями правовых актов Российской Федерации. Число акционеров открытого общества не ограничено.
3. Общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного, заранее определенного круга лиц, признается закрытым акционерным обществом. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц. Число акционеров закрытого общества не должно превышать пятидесяти».

ПРОСПЕКТ ЭМИССИИ

Практически все страны либо в положениях законодательства о компаниях, либо в отдельном законе о ценных бумагах требуют, чтобы компания, предлагающая акции к публичному размещению, предоставляла проспект эмиссии. Разные страны могут по-разному подходить к рассмотрению проспектов с позиций их адекватности и корректности раскрытия информации, но сам проспект эмиссии почти всегда оценивается как универсальный документ, служащий целям раскрытия информации.

В **Великобритании**, где требования о предоставлении проспекта традиционно были частью законодательства о компаниях, с 1986 г. в отдельном законе предусматривается, что:

(1) Когда в Соединенном Королевстве впервые предлагаются к публичному размещению ценные бумаги, эмитент публикует проспект, предоставляя его в распоряжение публики бесплатно в месте, находящемся на территории Соединенного Королевства, начиная с момента первого предложения ценных бумаг и до конца периода, в течение которого предложение остается в силе.

(2) До публикации проспекта эмитент предоставляет его копию Регистратору компании для регистрации.

В Великобритании законы о компаниях содержали требования о проспекте, сопровождающем предложение ценных бумаг к публичному размещению, по крайней мере, начиная с XIX века. Закон о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act of 1986) стал преемником законодательства о компаниях, включив в свои положения требования о проспекте. Для того, чтобы инвесторы могли принимать обоснованные решения при появлении инвестиционных возможностей, проспект должен отвечать нормам, изложенным в законе. Требования относительно формы и содержания проспектов включены в Приложение 1 Положения о выпусках ценных бумаг, предлагаемых к публичному размещению (1995 г.) (Public Offers of Securities Regulations 1995), краткое изложение которого приводится в данной главе ниже. Содержание проспекта схоже с требованиями Закона о ценных бумагах 1933 г. США (Securities Act of 1933), предъявляемыми к проспекту, а также с соответствующими положениями многочисленных законов о компаниях различных стран мира.

В **США** Закон о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933) требует предоставления проспекта для каждого выпуска ценных бумаг, предлагаемых к публичному размещению более, чем в одном штате. Центральной частью этого закона является § 5, который вводит требование о регистрации ценных бумаг до того, как они будут предложены к публичному размещению. Частью требуемого заявления о регистрации, подаваемого эмитентом, является проспект, который должен удовлетворять требованиям закона. В частности, в разделе 5 (b) говорится:

“Лицо нарушает закон, если оно прямо или косвенно:

1) использует какие-либо средства транспорта или связи в коммерческих сношениях между штатами либо почтовую службу для пересылки или передачи проспекта, касающегося любой ценной бумаги, в отношении которой было подано заявление о регистрации в соответствии с настоящим разделом главы, если этот проспект не удовлетворяет требованиям раздела 77j данного документа; или

2) пересылает либо распоряжается переслать по почте или через коммерческие сношения между штатами любую ценную бумагу в целях продажи или передачи после продажи, если ее не сопровождает либо

ей не предшествует проспект, удовлетворяющий требованиям подраздела (а) раздела 77j данного документа”.

Аналогичные требования содержатся в Законе **Таиланда** о ценных бумагах и биржах 1992 г. (Securities and Exchange Act of Thailand):

“Раздел 65. Ценные бумаги предлагаются к публичному размещению или продаже любому лицу только после утверждения заявления о регистрации и проспекта, поданных в соответствующее Управление Комиссии по ценным бумагам и биржам учредителями открытой компании с ограниченной ответственностью, самой компанией или владельцами ценных бумаг”.

В 1989 г. ЕС принята Директива о проспекте предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг (Public Offer Prospectus Directive), которая содержит требование о публикации проспекта о выпуске предлагаемых к публичному размещению ценных бумаг независимо от того, котируются ли эти ценные бумаги на фондовой бирже или нет.⁸ Статья 4 этой Директивы гласит:

«Государства-члены несут ответственность за то, чтобы условием любого выпуска предлагаемых к публичной продаже и подлежащих обращению ценных бумаг на их территориях была публикация проспекта лицом, выпускающим ценные бумаги».

Согласно Директиве (Статья 8(3)), проспект должен быть опубликован либо в газете, выпускаемой в государстве-члене, на территории которого предлагаются к публичному размещению ценные бумаги, либо в форме брошюры, предоставляемой в данном государстве публичным инвесторам бесплатно.

Что касается ценных бумаг, предназначенных для котировки на фондовой бирже, требования о проспекте содержатся в Директиве ЕС о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах (Directive on Listing Particulars).⁹ Для эмиссии ценных бумаг в странах ЕС обязательна публикация проспекта вне зависимости от того, является ли это частью процесса допуска к котировке на фондовой бирже, или же речь идет о раскрытии информации до начала публичного размещения, и выпуск подпадает под Директиву о проспекте предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг (Public Offer Prospectus Directive). Минимальные требования проспекта аналогичны требованиям, предъявляемым при допуске к котировке, другими словами, дополнительных требований к раскрытию информации, которые сдерживали бы эмитента в принятии решения о прохождении листинга на фондовой бирже, не существует.

В **Германии** в течение многих лет не существовало общего требования относительно публикации и распространения проспекта при выпуске ценных бумаг, но недавно был принят Закон о требованиях к проспекту эмиссии ценных бумаг (Securities Prospectus Requirements Act), который, в частности,

⁸ EU Council Directive 89/298, 1989 O.J. (L 124) 8.

⁹ EU Council Directive 80/390, 1980 O.J. (L 100) 1, as amended by EU Council Directive 82/148, 1982 O.J. (L 62) 22.

определяет содержание и порядок использования проспекта, приводя эту область регулирования в соответствие с положениями Директивы ЕС о проспекте.¹⁰

В **Гонконге** Закон о компаниях (Companies Ordinance) содержит требования регистрации, касающиеся первичного распределения ценных бумаг и содержания проспектов, положения об ответственности в случае нарушения требований о проспекте, а также правило о постоянном раскрытии информации для всех открытых компаний, работающих в Гонконге.

Во **Франции** при каждом выпуске предлагаемых к публичному размещению ценных бумаг проспект должен предоставляться в Комиссию по биржевым операциям (Commission des Operations de Bourse, COB).

В **Нидерландах** эмитент, предлагающий ценные бумаги для публичного размещения, должен опубликовать проспект независимо от того, будут котироваться на бирже его ценные бумаги или нет.

В **России** в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями) ценные бумаги не могут быть допущены к открытому (публичному) размещению без регистрации проспекта эмиссии. Так, эмитент должен зарегистрировать проспект в случае, если размещение эмиссионных ценных бумаг (например, акций, облигаций) производится среди неограниченного круга владельцев. Просpekt эмиссии регистрируется также, если круг владельцев ценных бумаг заранее известен, но число их является общественно значимым, превышает 500, а также в случае, когда общий объем эмиссии достаточно велик, чтобы быть заметным на рынке, затрагивать интересы значимой группы инвесторов (в соответствии с российскими правилами, если он превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда). Наконец, регистрация проспекта эмиссии обязательна для иностранных эмитентов, предлагающих свои ценные бумаги к первичному размещению и обращению на российском рынке.

2.4. КАКУЮ ИНФОРМАЦИЮ РАСКРЫВАТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

СОДЕРЖАНИЕ ПРОСПЕКТА ЭМИССИИ

Правила раскрытия информации в целях обеспечения их максимальной эффективности должны быть стандартизированы, т.е. все компании должны предоставлять информацию по одним и тем же категориям и в единообразном порядке. Это облегчает проведение сравнения между компаниями и помогает инвестору или аналитику найти нужную информацию. Исходя из этих соображений, законодатели устанавливают требования в отношении того, какую информацию и как необходимо предоставлять. Законы и положения в

¹⁰ Andreas J. Roquette, "New Developments Relating To The Internalization Of The Capital Markets: A Comparison of Legislative Reforms In The United States, The European Community, And Germany", 14 U. PA. J. INT'L BUS. L. 565, 601 (1994).

этой области могут быть всеобъемлющими и содержать подробные требования.

В США, например, Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) за многие годы своего существования выработала широкий свод стандартных инструкций относительно того, что должно включаться в проспект (и в заявление о регистрации, которое рассматривается в главе 3). Эти стандарты содержатся в Положении S-K (Regulation S-K) о раскрытии нефинансовой информации и Положении S-X (Regulation S-X) о раскрытии финансовой информации. Ниже следует отрывок из пункта 502 "Внутренняя титульная страница и задняя обложка проспекта", показывающий, насколько подробными могут быть эти требования:

«а) Лист содержания. На внутренней титульной странице и задней обложке проспекта изложите достаточно подробно содержание. В содержании должны быть указаны номера страниц разделов или частей проспекта».

В Великобритании Положение о выпусках ценных бумаг, предлагаемых к публичному размещению 1995 г. (Public Offers of Securities Regulations 1995), включает типичные требования в отношении содержания проспекта:

1. Общие требования:

- Наименование и адрес эмитента или лица, продающего ценные бумаги.
- Фамилии, имена и должностные обязанности директоров.
- Дата публикации.
- Заявление о том, что экземпляр проспекта был предоставлен Регистратору компаний.
- Заявление о том, что проспект был подготовлен в соответствии с "Положением о выпусках".
- Фраза: "Если Вы испытываете какие-либо сомнения относительно содержания этого документа, Вы должны проконсультироваться у лица, специализирующегося в области консультаций по вопросам приобретения акций или других ценных бумаг и уполномоченного на это в соответствии с Законом о финансовых услугах 1986 г." (или подобная формулировка).

2. Лица, ответственные за содержание проспекта:

- Фамилии, имена, адреса и функции лиц, ответственных за подготовку проспекта или отдельных его частей.
- Заявление директоров компании-эмитента о том, что "насколько им известно, информация, содержащаяся в проспекте, соответствует фактам и что в проспекте нет пропусков данных, которые могут повлиять на содержание данной информации".
- Заявления лиц, ответственных за содержание проспекта, о том, что они принимают такую ответственность.

3. Ценные бумаги, по поводу которых составляется проспект:

- Характеристика ценных бумаг, в том числе права голоса, дивиденды, права при ликвидации и положения о выкупе, применяемые к акциям.
- В случае долговых обязательств условия выплаты процента и основной суммы долга.
- Соответствующие условия в случае, если ценные бумаги являются конвертируемыми.

- Последствия с точки зрения налогообложения.
- Преимущественные права на покупку акций, если таковые имеются.
- Сведения о том, допущены ли ценные бумаги к торговле на фондовой бирже.
- Ограничения на перевод ценных бумаг, если таковые имеются.
- Цель выпуска ценных бумаг.
- Количество выпущенных ценных бумаг.
- Количество предлагаемых к размещению ценных бумаг.
- Общая сумма, получение которой ожидается в результате размещения ценных бумаг.
- Андеррайтер.
- Ожидаемые расходы, связанные с публичным размещением.
- Условия предложения о размещении, включая цену ценных бумаг, условия платежей, условия резервирования денег и т.д.

4. Общая информация об эмитенте:

- Юридический статус эмитента.
- Дата и место учреждения.
- Резюме целей компании, указанных в уставе.
- Ограничена или нет ответственность владельцев.
- Информация об утвержденном уставном капитале эмитента и находящихся в обращении ценных бумагах.
- В случае аффилированности с другими компаниями характер аффилированности.
- Сведения о том, является ли какое-либо лицо или группа лиц держателем контрольного пакета акций в компании-эмитенте.

5. Основные виды деятельности эмитента:

- Зависимость от патентов или других видов интеллектуальной собственности, договоров или лицензий, имеющих фундаментальное значение для деятельности эмитента.
- Инвестиции в развитие, если они являются значимыми.
- Информация о незавершенных крупных судебных исках.

6. Активы и обязательства эмитента, финансовое положение, доходы и убытки:

- Финансовые отчеты за последние три года, обычно проверенные независимым аудитором.
- Все промежуточные финансовые отчеты после закрытия предыдущего финансового года.

7. Администрация, управление и контроль за компанией-эмитентом:

- Характеристика руководящего состава.
- Вознаграждения, выплачиваемые руководящему составу.
- Доли участия руководства в предлагаемых к размещению ценных бумагах.

8. Последние изменения в развитии бизнеса эмитента и перспективы на текущий финансовый год.

Директива ЕС о проспекте предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг (Public Offer Prospectus Directive) требует раскрытия информации по следующим категориям:

- лица, ответственные за содержание проспекта;
- условия предложения о размещении;

- характер ценных бумаг;
- описание руководства;
- тенденции и перспективы деятельности эмитента в текущем году;
- налоги;
- условия андеррайтинга;
- ограничения на перевод и преимущественные права на покупку ценных бумаг;
- капитализация эмитента;
- виды деятельности эмитента;
- существенные договоры, патенты, лицензии и т.д.;
- незавершенные или предстоящие судебные иски против эмитента или затрагивающие его интересы;
- годовые и промежуточные финансовые отчеты;
- заключение аудитора;
- общая формулировка о раскрытии любой информации, необходимой инвесторам для принятия информированного решения об инвестировании.

В России в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями) приняты схожие требования к содержанию информации, раскрываемой в проспекте эмиссии ценных бумаг. За полноту и достоверность информации в проспекте эмиссии несут ответственность эмитент и должностные лица органов управления эмитента, на которые уставом и/или внутренними документами эмитента возложена эта обязанность. Предусматривается, что проспект эмиссии должен содержать следующую информацию.

Данные об эмитенте:

- наименование эмитента, его юридический адрес, ссылка на государственную регистрацию в качестве юридического лица;
- лица, владеющие не менее чем 5 процентами уставного капитала;
- структура руководящих органов;
- список членов Совета директоров или правления с указанием их долей в уставном капитале эмитента;
- список компаний, в которых эмитент обладает более чем 5 процентами уставного капитала;
- список филиалов и представительств.

Данные о финансовом положении эмитента:

- бухгалтерские балансы и финансовая отчетность за последние три года;
- бухгалтерский баланс по состоянию на конец последнего квартала;
- размер просроченной задолженности кредиторам и по платежам в бюджет;
- данные об уставном капитале (его величина, количество ценных бумаг и их номинальная стоимость, акционеры, доля которых в уставном капитале превышает установленные антимонопольным законодательством РФ нормативы);
- отчет о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг (виды ценных бумаг, ссылка на государственную регистрацию, регистрирующий орган, объем выпуска, количество выпущенных ценных бумаг, условия выплаты доходов, другие права владельцев).

Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг:

- ценные бумаги (форма и вид ценных бумаг с указанием порядка хранения и учета прав на ценные бумаги, объем выпуска и количество ценных бумаг в выпуске);
- параметры эмиссии (дата решения о выпуске и наименование органа, принявшего решение, ограничения на потенциальных владельцев, место приобретения ценных бумаг; депозитарий);
- сроки начала и окончания размещения;
- цены и порядок оплаты ценных бумаг;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг или их объединения, которых предполагается привлечь к участию в размещении;
- получение доходов по ценным бумагам (порядок выплаты и методика определения размера доходов);
- орган, осуществивший регистрацию выпуска.

РАСКРЫТИЕ ФИНАНСОВОЙ ИНФОРМАЦИИ

Финансовые отчеты компании, безусловно, являются важным элементом любой системы раскрытия информации. Хотя в бухгалтерском учете установлены стандарты для финансовых отчетов (бухгалтерских балансов, отчетов о прибыли и убытках), которые бухгалтеры готовят для своих клиентов, для унификации и укрепления этих профессиональных стандартов необходимы четкие юридические требования в области финансовой отчетности. В большинстве стран профессиональные бухгалтерские организации сотрудничают с учреждениями, регулирующими рынок капитала, в выработке стандартов и нормативов для составления финансовых отчетов. Естественно, что это сотрудничество в некоторых странах более плодотворно, чем в других.

В США правила финансовой отчетности содержатся в Положении S-X (Regulation S-X). Традиционно Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) задавала тон в области бухгалтерского учета в стране. В соответствии с правилами SEC финансовые отчеты должны проверяться независимым аудитором и сопровождаться его заключением, но под влиянием SEC были сформированы стандарты, на основе которых готовятся заключения аудиторов, и критерии в отношении лиц, которые обладают правом давать аудиторские заключения. Как сказал один видный американский судья в своем определении, ставшем знаменитым: "В нашем сложном обществе заключение аудитора и мнение юриста могут быть более мощными инструментами для нанесения материального урона, чем долото или лом".¹¹

Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) требует, чтобы финансовые отчеты были частью заявления о регистрации, которое необходимо подавать при предложении ценных бумаг к публичному размещению, и чтобы финансовые отчеты заверялись незави-

¹¹ Judge Henry Friendly, United States V. Benjamin, 328 F.2d 854, 863 (2d Cir. 1975).

симым аудитором. SEC в Положении S-X (Regulation S-X) определяет, кто может быть "независимым аудитором":

«(b) Комиссия не признает сертифицированного публичного бухгалтера или публичного бухгалтера независимым, если на самом деле он независимым не является. Например, бухгалтер не считается независимым по отношению к какому-либо лицу или какой-либо его материнской, дочерней компании или другому аффилированному лицу, 1) в котором во время выполнения своей профессиональной функции по проверке финансовых отчетов, являющихся предметом его заключения, или в день предоставления своего заключения он, его фирма или какой-либо член его фирмы имели или должны были получить какую-либо непосредственную финансовую выгоду или какую-либо существенную косвенную финансовую выгоду; 2) с которым во время выполнения своей профессиональной функции по проверке финансовых отчетов, являющихся предметом его заключения, или в день предоставления своего заключения он, его фирма или какой-либо член его фирмы были связаны в качестве учредителя, андеррайтера, лица с правом голосования по доверенности, директора, должностного лица или служащего. Независимость фирмы не считается скомпрометированной, если бывший сотрудник или служащий конкретного юридического лица нанимается на работу, становится партнером, держателем акций или другой непосредственно заинтересованной стороной в фирме и если это физическое лицо не имеет более никакой связи с данным юридическим лицом и его филиалами, и не участвует в проведении аудита финансовой отчетности этого юридического лица и его филиалов за период, совпадающий с временем его службы у данного лица. Для целей § 210.2-01 (b) термин "член" обозначает (i) всех партнеров, держателей акций или других непосредственно заинтересованных сторон фирмы; (ii) любого служащего-специалиста, предоставляющего какие-либо профессиональные услуги данному лицу, его материнской, дочерней компании или другому аффилированному лицу; (iii) любого служащего-специалиста, выполняющего управленческие функции и расположенного в отделе, выполняющем задание, или другом отделе фирмы, участвующего в проведении значительной части аудита.

(c) Определяя, является ли бухгалтер действительно независимым в отношении конкретного лица, Комиссия должным образом учитывает все соответствующие обстоятельства, в том числе и свидетельства любых взаимоотношений между бухгалтером и данным лицом или его аффилированным лицом, не ограничиваясь рассмотрением лишь тех взаимоотношений, которые связаны с предоставлением отчетов в Комиссию".

Положение S-X (Regulation S-X) также определяет форму заключения бухгалтера, удовлетворяющую стандартам Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC).

«§210.2-02 Заключения бухгалтеров.

а) Технические требования. Заключение бухгалтера должно: 1) быть датировано; 2) быть подписано собственноручно; 3) указывать место (город и штат), в котором оно было подготовлено; 4) указывать, без подробного перечисления, финансовую отчетность, являющуюся предметом заключения.

б) Пояснения к аудиту. В заключении бухгалтера должно быть указано: 1) был ли аудит проведен в соответствии с общепринятыми стандартами

аудита; 2) были ли пропущены и, если да, то по какой причине какие-либо процедуры проведения аудита, которые бухгалтер считает необходимыми в данных конкретных обстоятельствах. Ничто в настоящем правиле не должно истолковываться как право пропускать какую-либо процедуру, которую обычно независимые бухгалтеры применяют в ходе аудита, проводимого в целях формулирования выводов, требуемых в пункте (с) настоящего раздела.

с) Выражаемое мнение. В заключении бухгалтера должны быть ясно указаны: 1) мнение бухгалтера в отношении финансовой отчетности, являющейся предметом заключения, и отраженных в ней принципов и практических приемов бухгалтерского учета; 2) мнение бухгалтера в отношении последовательности применения принципов бухгалтерского учета или каких-либо изменений в принципах, имеющих существенное значение для финансовой отчетности».

Стандарты и практика бухгалтерского учета в разных странах неодинаковы. Исторически сложилось так, что принципы бухгалтерского учета по-разному развивались в **США, Великобритании, континентальной Европе и Азии**. ЕС предпринимал попытки гармонизировать практику бухгалтерского учета в своих государствах-членах, т.е. преодолеть различия между практикой в континентальной Европе и Великобритании. В последние годы выдвигаются инициативы введения международных стандартов бухгалтерского учета под эгидой Комитета по международным стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards Committee IASC). IASC имеет свою страницу в Интернете: <http://www.iasc.org.uk>).

Извлечение из: Professor Frederick DS Choi, “Global Consequences of International Accounting Diversity” *Accounting & Business*, October 1998.¹²

“Финансовый аналитик, основную часть своей профессиональной деятельности посвятивший изучению отчетов компаний своей страны, придет в большое недоумение, если попытается ознакомиться с финансовой отчетностью такой компании как "Крупп Сталь" (Krupp Stahl) (Германия) или "Ашетт" (Nachette) (Франция). Самая очевидная проблема - языковая, но за нею скрываются разные формы классификации финансовой информации, разные объемы раскрываемой информации и разные концепции бухгалтерского учета.

Первая проблема, как уже было сказано - языковая. Хотя всё большее число компаний используют английский как международный язык коммерции в общении с иностранной аудиторией, многие компании используют лишь свой родной язык. Кроме того, легко могут запутать различия в бухгалтерской терминологии. В Северной Америке, например, термин "stock" автоматически ассоциируется с акциями, в то время как в странах Содружества он обычно

¹² Copyright © IASC International Accounting Standards Committee. “Accounting & Business” - журнал Ассоциации дипломированных бухгалтеров Великобритании (Association of Chartered Certified Accountants). Copyright ACCA.

Профессор Choi – декан колледжа Stern Business School, New York University. Он является одним из ведущих исследователей в области международной практики бухгалтерского учета, широко известным автором публикаций в этой области. Статья основана на докладе, сделанном автором в июле 1998 г. Текст статьи взят из Интернета с сайта IASC (<http://www.iasc.org.uk>).

означает товарные запасы. В качестве примеров несоответствия можно привести такие термины как "turnover" ("объем продаж"), "debtors and creditors" (дебиторская и кредиторская задолженность) и "provisions" (провизии) (счета, противостоящие определенным счетам в активе баланса и корректирующие их величину).

Логическим решением лингвистической проблемы является владение финансистом-аналитиком несколькими языками, однако такие аналитики чаще встречаются в таких странах, как Швейцария, нежели чем в англоязычных. В любом случае при переводе, кто бы его ни делал – сам аналитик либо переводчик, - необходима предельная внимательность.

Поверхностный перевод приводит к искажению смысла. Возьмем, например, английское слово "current", соответствовать которому в японском языке будет понятие, близкое по смыслу слову "present". Хотя эти два слова во многом имеют схожее значение, в контексте определения стоимости активов их смысловое наполнение может различаться. Так, определение стоимости забалансовых обязательств по процентному свопу по "текущей цене" (at current value) не обязательно предполагает использование для оценки "настоящей стоимости" (present value). В первом случае имеется в виду концепция оценки по рыночной цене, во втором - оценки дисконтированного потока денежной наличности. Разные оценки дают весьма различные результаты.

Формат. В разных странах приняты несовпадающие классификации, используемые в учете. В США аналитики привыкли к многоступенчатым отчетам о прибылях и убытках с разбивкой на основные категории таких расходов, как себестоимость реализованной продукции. В таких странах, как Германия, аналитики часто относят себестоимость реализованной продукции к расходам, представляемым по видам, а не функциям, т.е. заработная плата сводится вместе независимо от того, идет ли речь о производстве или сбыте. Если в США казначейские акции (акции, выкупленные эмитентом и находящиеся у него на балансе) представляются как уменьшение акционерного капитала, то в Италии, Корее и Португалии они классифицируются как актив. В США разница во времени, используемая для классификации текущих ("current") и более долгосрочных ("non-current") обязательств, обычно составляет один год, а в Германии этот срок, как правило, четыре года.

Аналитик, не знающий этих различий в классификации, может допустить ошибку при сравнении соотношения текущих активов и обязательств в этих двух странах.

В таких случаях пользователь финансового отчета должен попытаться привести различные классификации к одному формату, используемому как стандарт для сравнения. Другой способ решения проблемы - использование стандартных компьютерных баз финансовых данных, подготовленных в едином формате отчета. Однако и в этом случае аналитики должны помнить о проблемах классификации, поскольку сами службы, готовящие данные, не всегда имеют полный доступ к информации для того, чтобы вести унифицированную форму отчетности для всех предприятий.

В некоторых странах, таких как Япония, компании, раскрывающие свою отчетность, для удобства иностранных читателей переводят свои финансовые отчеты в другие валюты. Читателям для сравнения предлагаются два набора

цифр - один в японских иенах, второй обычно в долларах США. Обменный курс берется на конец года и просто представляет собой результат умножения всех цифр в отчете на постоянную величину. Этот метод называется "переводом для удобства". Пользователь может проводить свой анализ в иенах или использовать метод "перевода для удобства". Те, кто использует первый подход, не испытывают особых затруднений, поскольку финансовые коэффициенты, превращающие номинальные (замеренные через интервалы времени) показатели в проценты, не зависят от того, в какой валюте они выражены. Коэффициент "долг/акции", подсчитанный в балансе французской компании во франках, не будет отличаться от этого же коэффициента по данной компании, выраженного в долларах методом "перевода для удобства". Однако аналитики, работающие с "переведенными для удобства" суммами, должны быть особо внимательными при анализе данных, относящихся к различным периодам времени. В связи с изменениями валютного курса в течение времени использование валютного курса, рассчитанного для перевода иностранной валюты по методу "для удобства", может исказить представление об основополагающих тенденциях.

Раскрытие информации и стандарты оценки. Несмотря на успехи, достигнутые в области разработки международных стандартов отчетности, по-прежнему имеются существенные различия в отчетности между странами и внутри стран в плане объема раскрываемой информации. Опросы, проведенные среди крупных институциональных инвесторов во Франкфурте, Лондоне, Нью-Йорке, Токио и Цюрихе, выявили следующие области, в которых существует потребность в международных стандартах раскрытия информации: информация по сегментам, методы оценки активов, информация об операциях за рубежом, частота раскрытия и полнота промежуточной информации, определение капитальных затрат, скрытые резервы, забалансовые статьи.

Еще одним способом получения информации является посещение компаний и корпоративных роад-шоу. Иногда полезно разделить компании на заслуживающие инвестирования и спекулятивные. Компании, адекватно раскрывающие информацию, относятся к первой категории, а компании, не раскрывающие необходимой информации, - ко второй. Некоторые инвесторы активно занимаются отбором акций только в отношении тех компаний, по которым уровень раскрытия информации удовлетворителен. Если же такая информация отсутствует, в отношении иностранных компаний доминирует пассивное инвестирование, похожее на то, каким занимаются взаимные фонды. В таком случае упор делается на конкретную отрасль и макрофакторы, а не на конкретные компании.

Помимо вопросов, связанных с раскрытием информации, аналитики, работающие с иностранными компаниями, сталкиваются с еще одной крупной проблемой: они должны анализировать статистические данные, которые были подготовлены с использованием незнакомых им правил бухгалтерского учета. Ввиду различий между национальными стандартами бухгалтерского учета разные данные о прибыли, исходящие от двух представляющих отчеты организаций, находящихся в разных странах, могут объясняться как различием между национальными принципами бухгалтерского учета, так и разными основополагающими экономическими реалиями. Первой немецкой компанией, зарегистрировавшей свои акции на бирже в США, была автомобильная компания "Даймлер Бенц". В качестве условия прохождения листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже компания "Даймлер Бенц" по требованию Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) должна была привести свои счета в соответствие с повсеместно принятыми принципами

бухгалтерского учета США (Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)). Чистая прибыль компании в соответствии с немецкими принципами бухгалтерского учета составлял 615 млн. немецких марок, по GAAP США это было убытком на сумму 1839 млн. немецких марок. Какой из этих показателей является действительно меркой прибыльности?

Отсутствие международных стандартов отчетности, принятие таких стандартов - это та область, которая должна привлечь внимание политических деятелей всего мира. Даже ярые оппоненты активной роли государства в функционировании рынка признают, что фундаментальной обязанностью государственной власти, необходимой для поддержания эффективного обмена, является четкое установление имущественных прав. В мире, где существуют большие различия между странами в области практики бухгалтерского учета, это означает, что необходимо разработать общепризнанные определения коммерческих операций, характерных для современной экономики. Принятие признаваемых всеми принципов бухгалтерского учета имеет для этого процесса ключевое значение. Преимущества, связанные с большей транспарентностью, ясны и убедительны. Международные стандарты нужны сейчас, поскольку потом может оказаться слишком поздно”.

Проблема сопоставимости финансовой отчетности особенно ясно видна на примере биржевых рынков компаний роста. В международной практике для финансирования новых приобретений и проектов создаются специальные рынки акций молодых, растущих компаний, которые имеют активы 5-10 млн. долл. и являются «точками роста» и центрами инноваций. В 1990-е годы повсеместно появились рынки акций компаний с малой капитализацией (small caps) или новые рынки (“New Markets”). В Европе возникла сеть рынков Euro.NM (Nouveau Marché – Парижская биржа, Neuer Markt – Франкфуртская биржа, EURO – NM Amsterdam – Амстердамская биржа, EURO – NM Belgium – Брюссельская биржа, Nuovo Mercato – Миланская биржа, NM – List – Хельсинки, SWX New Market – Швейцарская фондовая биржа и др.), а также конкурирующие с ними Alternative Investment Market – Лондонская биржа и до 2001 г. - EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation System), Брюссель (в 2001 г. поглощена Nasdaq Europe) и др.

Одна из основных идей рынков молодых компаний в Европе – привлечь на них международных инвесторов, прежде всего из США, обладающих избытком денег и способных вкладывать их в высокорискованные проекты. Обычно на таких рынках котируются акции прибыльных молодых компаний, которые уже прошли стадию венчурного финансирования и находятся на этапе быстрого роста, нуждаются в средствах для новых продуктовых линий, для расширения производства апробированных инноваций, для развития сети сбыта или приобретения производственных мощностей и т.п.

Для привлечения иностранных инвесторов указанные компании должны проявить готовность к расширению капитала, дроблению структуры собственности и, самое главное, к раскрытию информации.

Эти компании обязаны придерживаться специальных правил раскрытия информации. Обязательным требованием, предъявляемым к ним, является ведение учета и подготовка финансовой отчетности на английском языке на основе международных признанных стандартов учета и отчетности.

В России в 1998 г. Правительством РФ принята специальная «Программа реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности» (постановление Правительства РФ от 6 марта 1998 г. № 283). В частности, в ней отмечается:

«Система бухгалтерского учета, существовавшая в условиях планируемой экономики, была обусловлена общественным характером собственности и потребностями государственного управления экономикой. Главным потребителем информации, формирующейся в системе бухгалтерского учета, выступало государство в лице отраслевых министерств и ведомств и планирующих, статистических и финансовых органов. Действовавшая система государственного финансового контроля решала задачи выявления отклонений от предписанных моделей хозяйственного поведения организаций.

Изменение системы общественных отношений, а также гражданско-правовой среды предопределяет необходимость адекватной трансформации бухгалтерского учета».

Основными задачами реформы, указанными в Программе, являются: соответствие учета и отчетности требованиям рыночной экономики; формирование системы стандартов учета и отчетности, обеспечивающих полезной информацией инвесторов (в первую очередь); увязка реформы бухгалтерского учета в России с основными тенденциями гармонизации стандартов на международном уровне; обеспечение непротиворечивости российской системы бухгалтерского учета общепризнанным в мире подходам к ведению бухгалтерского учета; создание механизмов обеспечения открытости (публичности) бухгалтерской отчетности и др.

В текущем десятилетии перевод российских компаний на международные стандарты учета и отчетности продолжается. Политика Правительства РФ и Банка России, отраженная в их совместных заявлениях (см., например, «Заявление об экономической политике на 2001 год»), среднесрочных программах развития страны (см. «Программу социально-экономического развития РФ на среднесрочную перспективу (2002 – 2004 годы)») предполагает, что, как и в 1990-е годы, государство и профессиональное сообщество будут осуществлять меры по переводу предприятий, банков и страховых организаций на международные стандарты финансовой отчетности.

2.5. ВРЕМЯ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ДЛЯ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Требования относительно времени раскрытия информации не менее важны, чем требования о содержании информации. Независимо от того, определяются эти требования законодательством о компаниях или различными законами о ценных бумагах, для системы раскрытия информации важно, чтобы полная и правдивая информация предоставлялась во время предложения компанией ценных бумаг к публичному размещению. Рынок, на который

выпускаются ценные бумаги для первой продажи инвесторам, называется первичным рынком. После того как ценные бумаги перешли в собственность инвесторов и стали товаром, рынки, на которых они обращаются, называются вторичными. Когда компания впервые предлагает свои ценные бумаги публичным инвесторам, т.е. выпускает их на первичный рынок, законы большинства стран требуют, чтобы компания (либо в период ее учреждения, либо позднее, когда она предлагает свои акции к публичному размещению) предоставила потенциальным инвесторам основную информацию о себе.

Извлечение из: Milton Cohen, "The Truth in Securities' Revisited", 79 HARVARD LAW REVIEW 1340,1405 (1966):

"Первый в США федеральный закон о ценных бумагах - Закон о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933), - был направлен на обеспечение "правдивости ценных бумаг", в связи с предложением ценных бумаг к публичному размещению. Хотя в нем были некоторые не имеющие прямого отношения к информации при эмиссии положения (общие запреты на мошенничество при выпуске ценных бумаг или их продаже, на навязывание ценных бумаг без указания суммы комиссионных), это был первый закон, который представлял собой узконаправленную, но мощную попытку обеспечить раскрытие полной и правдивой информации в связи с конкретным событием - предложением ценных бумаг к публичному размещению. "Первое" предложение ценных бумаг любого конкретного эмитента, в основном, и является тем случаем, когда результатами процесса раскрытия информации должны эффективно воспользоваться потенциальные инвесторы до принятия своих решений о вложении средств..."

На любом рынке, когда компания впервые представляет себя публичным инвесторам для того, чтобы убедить их купить ее ценные бумаги, она заинтересована предоставить всю требуемую от нее информацию, т.е. информация, раскрываемая в связи с предложением ценных бумаг к публичному размещению, обычно является наиболее полной.

В большинстве стран форма и содержание информации, предоставляемой в проспекте эмиссии, подробно регламентируются законодательным путем; другие обязательства по отчетности предписываются в более общем виде. В проспекте должны быть достаточно подробно описаны компания, ее история и деятельность. Другие виды отчетности обычно сводятся к годовым кратким отчетам или описаниям особых событий. Проспекты являются предметом тщательного рассмотрения специалистами - сотрудниками государственных регулятивных органов (в США - Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) и фондовых бирж, на которые в некоторых странах возлагается эта функция. Периодическая же отчетность не рассматривается вовсе или рассматривается поверхностно.

Кроме того, предложение ценных бумаг к публичному размещению обычно делается через профессионального андеррайтера. В связи с тем, что "на кон" поставлены его финансовое благополучие и репутация, андеррайтер заинтересован в успешной продаже выпускаемых ценных бумаг; часто закон возлагает на андеррайтера конкретные обязательства в отношении предлагаемой эмиссии и правдивого содержания проспекта. Понятно, что

андеррайтер очень заинтересован в тщательном изучении компании, чтобы полностью понять риски и перспективы инвестирования в компанию. В то же время, по финансовым соображениям, андеррайтер стремится не допустить разочарования инвестора в эмитенте.

При предоставлении годовых или периодических отчетов такого постороннего заинтересованного лица нет. Тем не менее, раскрытие годовой и другой периодической отчетности важно для инвесторов, поскольку рынки нуждаются в непрерывном притоке новой информации, необходимой для точной оценки стоимости компании в любой конкретный момент. Для того, чтобы этот непрерывный приток информации имел оптимальную ценность для инвесторов, необходим штат постоянных аналитиков, работающих в области ценных бумаг, способных анализировать периодические отчеты и оценивать содержащуюся в них информацию.

Используемые в различных странах требования к содержанию проспекта эмиссии, включающего основной массив информации об эмитенте, рассмотрены выше (см. **пункт 2.4**).

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ДЛЯ ВТОРИЧНОГО РЫНКА

После того как компания раскрыла информацию, необходимую для предложения своих ценных бумаг первичным инвесторам, важно сделать так, чтобы информация о компании продолжала поступать регулярно: инвестирование характеризуется как "процесс, основанный, прежде всего, на информации".¹³ Инвесторы оценивают стоимость компании до принятия решения о покупке ее ценных бумаг. Если рынок получает всю необходимую информацию о состоянии и перспективах компании, то рыночная цена точно отражает стоимость компании. При покупке ценных бумаг по ценам, не связанным с их реальной стоимостью, существует опасность того, что после раскрытия соответствующей информации эти бумаги в конечном итоге будут оценены по их реальной стоимости. Если реальная стоимость меньше цены, которую заплатил инвестор, это приведет к убытку для инвестора.

Эффективная система раскрытия информации требует постоянной отчетности для того, чтобы настоящие и потенциальные держатели ценных бумаг знали о положении компании в данный конкретный момент. Во многих странах раскрытие информации компаниями часто принимает форму опубликования годовых и квартальных отчетов об их финансовом положении и нефинансовых аспектах их деятельности.

Извлечение из: Merritt B. Fox, "Rethinking Disclosure Liability In The Modern Era", 75 WASHINGTON UNIVERSITY LAW QUARTERLY 903, 908-12 (1997):

"Обычный довод, используемый сторонниками повышения качества периодического раскрытия информации, сводится к тому, что покупатели на вторичном рынке столь же нуждаются в защите, обеспечиваемой системой

¹³ Charles P. Jones, *Investments: Analysis and Management*, p.83 (1985).

раскрытия информации, как и покупатели на первичном рынке. Более того, утверждают они, традиционный акцент на раскрытии информации на первичном рынке особенно ошибочен потому, что на вторичном рынке имеет место гораздо большее количество сделок, заключаемых за год, чем на первичном. Этот аргумент неубедителен.

Защита инвестора, будучи достойной целью законодательства, регулирующего многие аспекты деятельности в области ценных бумаг, не является убедительным доводом в пользу обязательного регулирования раскрытия информации эмитентом. Раскрытие информации не является необходимым для защиты инвестора ни от несправедливой цены, ни от риска.

Чтобы понять, почему это так, рассмотрим сначала проблему несправедливых цен. В соответствии с гипотезой эффективного рынка цена ценной бумаги является объективной независимо от количества информации об эмитенте. Другими словами, цены акций в среднем равняются реальной стоимости этих акций в любом случае, предоставляют эмитенты много информации или только "чуть-чуть". Таким образом, раскрытие больших объемов информации не обязательно для защиты инвесторов от покупки акций по ценам, в среднем являющимися несправедливыми, превышающими их реальную стоимость.

Теперь остановимся на вопросе о риске. В случае, если информация об эмитенте недостаточно полная, цена акции, будучи по-прежнему объективной, является менее точной, т.к. существует большая вероятность ее существенного отклонения в ту либо другую сторону от реальной стоимости акции. Если у инвестора недостаточно диверсифицированный портфель инвестиций, то возросшая неточность цены акции делает этот портфель более рискованным. Раскрытие высококачественной информации, снижая этот риск, в определенной степени, защищает инвестора, однако инвестор может сам защитить себя более эффективно и при меньших социальных затратах, если он просто диверсифицирует свой портфель ценных бумаг.

В. Повышение эффективности как убедительный аргумент.

Второй, гораздо более убедительный веский довод в пользу необходимости периодического раскрытия высококачественной информации состоит в том, что это улучшает процесс отбора новых инвестиционных проектов в экономике, а также помогает лучше осуществлять уже реализуемые проекты. Такое улучшение имеет место благодаря влиянию информации на три ключевых контрольных механизма экономики: рынок корпоративного контроля, вознаграждение менеджеров, поставленное в зависимость от цены акций, и стоимость капитала. Это происходит независимо от того, предлагает ли эмитент к продаже новые ценные бумаги или нет.

1. Рынок корпоративного контроля.

Рынок корпоративного контроля - это широко признанный механизм ограничения агентских издержек, возникающих во взаимоотношениях с менеджментом: собственность отделяется от контроля, как это и происходит в типичной корпорации с открытой для публики структурой собственности. Большой объем предоставляемой информации и, как следствие, большая точность цены повышает эффективность рынка в выполнении этой функции. Потенциальный приобретатель, определяя, стоит ли покупать по предлагаемой цене компанию, которой, по его мнению, плохо управляют, должен оценить, сколько будет стоить эта компания после перехода в его собственность. Эта

оценка неизбежно сопряжена с риском, и руководство "приобретателя" стремится избегать этого риска. При наличии большего объема информации связанный с такой оценкой риск снижается. Поэтому при раскрытии большего объема информации потенциальный "приобретатель" решается на покупку при явно меньшем разрыве между практикой управления компанией со стороны имеющегося руководства и теми мерами, которые сделают стоимость акции максимальной.

Кроме того, если цена акции слишком завышена, потенциальный "приобретатель", даже будучи уверен в том, что сможет управлять компанией лучше, чем нынешнее руководство, может решить, что компания не стоит таких денег. Повышение же точности цены акций в результате большей информации делает отрицательное решение менее вероятным.

Таким образом, раскрытие большей информации увеличивает и делает более реальной угрозу враждебного поглощения. Это побуждает действующих менеджеров быть менее заинтересованными в осуществлении проектов с негативной чистой приведенной стоимостью (NPV), которые позволяют им сохранять или расширять свои империи. Это препятствует и реализации уже начатых проектов такими способами, при которых прибыль компании приносится в жертву личной выгоде. А менеджеры, продолжающие придерживаться такой практики, скорее всего, будут заменены.

2. Вознаграждение менеджеров, поставленное в зависимость от цены акций.

Раскрытие большей информации способствует сокращению агентских издержек, возникающих во взаимоотношениях с менеджментом, и, к тому же, а именно: посредством большего использования цены акций при вознаграждении менеджеров. Единственная проблема, связанная с вознаграждением в зависимости от цены акций, - это фактор риска. Менеджеры, избегающие риска, не захотят, чтобы их вознаграждение полностью зависело от цен на акции компании. Однако более точная цена акции снижает степень риска. В таком случае менеджеры, которым предлагается полный пакет вознаграждения, имеющий определенную ожидаемую стоимостную величину, смогут увеличить ту часть своего вознаграждения, которая зависит от цены акций.

3. Размещение капитала.

И, наконец, более точная цена акции способствует улучшению отбора предлагаемых инвестиционных проектов в экономике, оказывая на инвестиционное поведение отдельных компаний более непосредственное влияние, чем вышеприведенные факторы. Это утверждение очевидно в тех случаях, когда рассматриваемый проект финансируется через продажу акций. Однако важно и то, что цена акции оказывает то же влияние, даже в случае, когда компания финансирует проект каким-либо другим способом. Со стороны предложения финансовых инструментов, цена акции влияет на стоимость проекта, воздействуя на условия, на которых посредники предлагают компании альтернативные формы внешнего финансирования. Со стороны спроса цена акции влияет на желание или нежелание руководства осуществить новый проект на основе привлечения денежных средств. Цена акции может сказаться и на желании руководства использовать долговое финансирование, потому что компания может счесть необходимым сбалансировать любые новые долговые обязательства последующим финансированием путем выпуска акций для поддержания оптимального соотношения заемных средств к

собственному капиталу. В более общем плане, обеспокоенность внешней реакцией приводит к тому, что низкая цена акций ограничивает использование компанией как внешних, так и внутренних денежных ресурсов. Если цена акции занижена (по отношению к ее объективному уровню), руководство, исходя из совокупности факторов предложения и спроса, может принять решение не осуществлять относительно многообещающие предлагаемые инвестиционные проекты. Если же цена завышена, оно может взяться за относительно малоперспективные предлагаемые проекты. Раскрытие большего объема информации, благодаря чему точность цены повышается, помогает избежать подобных проблем.

С. Преодоление искажений в структуре финансирования.

Третий, еще более убедительный довод в пользу повышения качества периодического раскрытия информации (до уровня, требуемого во время выпуска новых ценных бумаг) заключается в том, что эта мера способствует обеспечению баланса в области выбора источников финансирования. Требование более высококачественной информации в связи с выпуском новых ценных бумаг подразумевает предоставление такой информации, которую менеджеры предпочли бы не давать. Именно поэтому раскрытие этой информации осуществляется в обязательном порядке). Менеджеры могут избежать этой неприятности (а также необходимости платить из средств компании за юридические услуги и подготовку документов), изыскивая капитал для инвестирования в такой форме, которая не требует регистрации финансовых инструментов.

Еще одно, менее признанное, искажение, преодоление которого связано с раскрытием информации, - это появление стимула для использования внутреннего финансирования вместо внешнего. Используя внутреннее финансирование, руководство может избежать нежелательного раскрытия информации, не будучи вынужденным соглашаться с дисконтами за неликвидность, сопряженными с внешним финансированием в формах, не требующих регистрации финансовых инструментов. Это мнимое искажение, поскольку избегая внешнего финансирования, менеджеры избегают и того, чтобы подчинить реальные инвестиционные решения рыночной дисциплине и анализу со стороны рынка. Есть основания утверждать, что инвестиционные проекты, выбираемые компаниями, в основном полагающимися на внутреннее финансирование, существенно уступают проектам других компаний. Такая неэффективность наносит большой вред росту производительности в экономике.

Враждебные поглощения конца 1980-х годов можно расценивать как реакцию на эту проблему. Поглощения, в основном, происходили в тех отраслях, в которых компании имели большие потоки свободной наличности. В таких случаях цель приобретателя часто заключалась в финансовом реструктурировании поглощенной компании за счет заемных средств, полученных под залог ее активов, с целью увеличения денежных потоков, направляемых на рынок. Другой способ заключался в том, что поглотитель старался "разбить" объект поглощения, разделив его на несколько различных компаний, производящих большие потоки наличных средств из операций, в которые ранее эта наличность неразумно направлялась. Возможно, что бум враждебных поглощений частично решил проблему неоптимальных проектов, финансируемых за счет внутренних средств, но он сопровождался громадными расходами, связанными с совершением сделок. Кроме того, с учетом ряда законов, принятых впоследствии против поглощений, враждебные поглощения сегодня могут быть менее эффективными в выполнении этой функции.

Введение одинаковых требований к раскрытию информации, как при внутреннем, так и внешнем финансировании, могло бы привести к исчезновению одного из стимулов внутреннего финансирования, что содействовало бы решению проблемы. И стоило бы это дешевле, чем враждебные поглощения”.

Именно поэтому в требования законов о раскрытии информации все чаще стали включаться обязательства публиковать периодическую отчетность, содержащую финансовую и нефинансовую информацию. Европейский Союз, например, требует, чтобы государства-члены включили в свои законы положения, обязывающие компании предоставлять полугодовые отчеты.

Извлечение из Директивы ЕС: EU Directive of 15 February 1982 on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock exchange listing (82/121/EEC) 1982 OJ (L48) 26:

“Совет Европейских Сообществ,

- учитывая, что Директива Совета 80/390/ЕЕС от 17 марта 1980 г., координирующая требования в области подготовки, анализа и распространения информации о предлагаемых к котировке ценных бумагах, подлежащих опубликованию для допуска ценных бумаг к официальной котировке на фондовых биржах, направлена на улучшение защиты инвесторов и большее единообразие в предоставляемой защите путем координации требований в отношении информации, подлежащей огласке во время листинга;

- учитывая, что в случае допуска ценных бумаг к официальной котировке на фондовых биржах для защиты инвесторов требуется, чтобы последним регулярно предоставлялась соответствующая информация в течение всего периода обращения ценных бумаг; учитывая, что координация требований в отношении этой регулярно предоставляемой информации преследует цели, аналогичные целям раскрытия данных о предлагаемых к листингу ценных бумагах, а именно: улучшение защиты и большая степень единообразия, содействие торговле этими ценными бумагами на нескольких фондовых биржах в странах Сообщества и содействие тем самым установлению подлинного рынка капитала Сообщества путем большего взаимопроникновения рынков ценных бумаг;

- учитывая, что в соответствии с Директивой Совета 79/279/ЕЕС от 5 марта 1979 г., координирующей условия допуска ценных бумаг к официальной котировке на фондовых биржах, прошедшие листинг компании должны в максимально короткий срок предоставлять инвесторам свои годовые счета и отчеты с информацией о компании за весь финансовый год; учитывая, что четвертая Директива 78/660/ЕЕС координирует законы, правила и административные положения государств-членов в отношении годовых счетов определенных видов компаний;

- учитывая, что компании должны по крайней мере один раз в финансовом году предоставлять инвесторам отчеты о своей деятельности;

- учитывая, что данная директива, следовательно, может быть ограничена вопросами координации содержания и распространения единого отчета за первые шесть месяцев финансового года,

- учитывая, что регулярно раскрываемая информация должна координироваться только для компаний, акции которых допущены к официальной котировке на фондовой бирже;
- учитывая, что полугодовая отчетность должна позволять инвесторам осуществлять обоснованную оценку общего хода работы компании за отчетный период;
- учитывая, что данная отчетность должна содержать лишь основные детали, касающиеся финансового положения и общего хода дел конкретной компании;
- учитывая, что существуют трудности, связанные с нынешним состоянием законов в некоторых государствах-членах, и для осуществления положений настоящей Директивы компаниям может предоставляться более продолжительный срок, чем тот, который определен для адаптации внутреннего законодательства;
- учитывая, что в целях обеспечения эффективной защиты инвесторов и надлежащего функционирования фондовых рынков правила, касающиеся информации, подлежащей регулярной огласке компаниями, акции которых допущены к официальной котировке на фондовой бирже и на территории Сообщества, должны применяться не только по отношению к компаниям государств-членов, но и к компаниям стран, не входящих в Сообщество, принимает настоящую Директиву:

Статья 1.

1. Настоящая Директива распространяется на компании, акции которых допущены к официальной котировке на фондовой бирже, расположенной или работающей на территории государства-члена Сообщества независимо от того, допущены к котировке сами акции или сертификаты, их представляющие, а также независимо от того, допущены они к котировке до или после даты вступления Директивы в силу.

2. Настоящая Директива не распространяется на инвестиционные компании (investment companies), если они не относятся к “закрытому типу” (closed-end type). В настоящей Директиве под инвестиционными компаниями, не относящимся к закрытому типу, понимаются компании, а) цель которых заключается в коллективном инвестировании капитала, предоставляемого публикой, работающие на основе принципа распределения риска; б) акции которых, по просьбе акционеров, могут быть вновь куплены или выкуплены, прямо или опосредствованно, из активов этих компаний. Действия, предпринимаемые такими компаниями для обеспечения того, чтобы биржевая стоимость их акций не отличалась значительно от чистой стоимости их активов, считаются эквивалентными повторной покупке или выкупу акций у акционеров.

3. Государства-члены могут исключать центральные банки из сферы действия настоящей Директивы.

Статья 2.

Государства-члены обеспечивают, чтобы компании публиковали полугодовую отчетность о своей деятельности, прибылях и убытках,

полученных в течение первых шести месяцев каждого финансового года.

Статья 3.

Государства-члены могут предъявлять к компаниям более строгие требования, чем те, которые предусмотрены настоящей Директивой, либо вводить дополнительные требования при условии, что они в равной степени относятся ко всем компаниям или ко всем компаниям данного класса».

В Законе о ценных бумагах **КНР**, принятом в декабре 1998 г. (вступил в силу в июле 1999 г.), статья 60 требует, чтобы компания, акции которой обращаются на фондовой бирже, публиковала "среднесрочный отчет" в течение двух последних месяцев первого полугодия финансового года компании. Отчет должен включать финансовую отчетность, информацию о руководстве, всех существенных тяжбах с участием компании, изменениях, происшедших в этот период в отношении выпущенных в обращение ценных бумаг, основных вопросах, обсуждавшихся на собрании акционеров и "о других вопросах", о которых необходимо сообщать в соответствии с требованиями органа, регулирующего деятельность на рынке ценных бумаг.

В **России** в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями) в тех случаях, когда хотя бы один выпуск ценных бумаг эмитента сопровождался регистрацией проспекта эмиссии (то есть, имел факт публичного размещения ценных бумаг), эмитент обязан раскрывать текущую информацию о своих ценных бумагах и своей деятельности в виде:

- ежеквартального (не позднее 30 дней после окончания квартала) отчета эмитента;
- сообщений о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента (в срок не более 5 рабочих дней с момента появления факта).

Ежеквартальный отчет эмитента должен содержать данные о деятельности эмитента за текущий квартал: бухгалтерский баланс, счета прибылей и убытков на конец квартала; факты, повлекшие увеличение чистой прибыли или убытков более чем на 20 процентов; данные о формировании и использовании резервного и других специальных фондов.

Сообщениями о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, признаются сведения об изменениях: в составе высшего менеджмента; участии высших менеджеров в уставном капитале; в составе акционеров, владеющих 20 процентами и более уставного капитала; в составе компаний, в которых данный эмитент владеет 20 процентами и более уставного капитала; о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ; о начисленных и/или выплачиваемых доходах по ценным бумагам; о погашении ценных бумаг; о выпусках ценных бумаг, приостановленных или признанных несостоявшимися, и другие.

В **США** публичные компании обязаны по закону публиковать годовую, полугодовую, квартальную и специальную отчетность с финансовой и нефинансовой

нансовой информацией. В 1982 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) разработала так называемую “Интегрированную систему раскрытия информации”, в соответствии с которой требования о непрерывном раскрытии информации посредством определенных периодических отчетов были интегрированы с требованиями о раскрытии информации в связи с первым выпуском акций компании для публичного размещения.¹⁴ Разъясняя этот подход, SEC указала, что в Законе о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933) - первом законе США в этой области, - при установлении правил раскрытия информации основной акцент делался на предложении акций к публичному размещению и совершаемых на первичном рынке сделок. Во втором законе США о ценных бумагах - Законе об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), - основными были вопросы о том, котируется ли компания на фондовой бирже, имеет ли более 500 акционеров, делает ли тендерное предложение и другие “статусные” вопросы. SEC решила, что настало время сделать раскрытие информации постоянным, интегрированным процессом, относящимся как к сделкам в процессе эмиссии акций, так и к “статусу” компаний.

«Идея интеграции различных систем раскрытия информации в федеральном законодательстве о ценных бумагах была предметом довольно долгих теоретических дискуссий. Давно стало ясно, что положения Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933), ориентированные на сделки, совершаемые в процессе эмиссии акций, и разработанная в соответствии с ними система раскрытия информации часто повторяют, дублируют систему раскрытия информации, разработанную независимо в рамках Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), ориентированную на статус компании и предписывающую непрерывное раскрытие информации. Программа Комиссии, призванная интегрировать две системы раскрытия информации, была направлена на выполнение двух основных задач: во-первых, провести всеобъемлющую оценку политики в области раскрытия информации и процедур, применяемых в соответствии с двумя законами для определения того, какая информация является существенной для держателей ценных бумаг и инвесторов как в процессе первичного распределения акций, так и в процессе трейдинга на рынках, т.е. что может быть минимальным информационным пакетом; во-вторых, определить условия, в соответствии с которыми информация должна распространяться среди держателей ценных бумаг, инвесторов и на рынке. Цель интегрированной программы раскрытия информации заключалась в пересмотре или устранении, где это было возможно, дублирующих друг друга положений, а также ненужных требований о раскрытии и распространении информации, что облегчило бы процесс регистрации и в то же время способствовало бы раскрытию держателям ценных бумаг, инвесторам и рынку полезной и неповторяющейся информации, необходимой для принятия решений об инвестировании».¹⁵

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ В ПРОЦЕССЕ ПОСЛЕДУЮЩИХ ВЫПУСКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Когда компания предлагает новую эмиссию ценных бумаг после публикации своего первого проспекта, для оценки стоимости акций компании

¹⁴ SEC Release No 33-6383 (March 16, 1982).

¹⁵ Ibid.

и принятия решения инвесторы нуждаются в информации в такой же степени, как и при первом выпуске. Правила раскрытия информации должны соответствовать тем же требованиям к содержанию проспекта, что и при первой эмиссии. В то же время необходимо учитывать тот факт, что компания уже представляла свои годовые отчеты, в которые включалась новая информация. Однако последний годовой отчет мог быть представлен несколько месяцев назад и содержащиеся в нем данные могли устареть. Возможно, нет необходимости повторять финансовую информацию, содержащуюся в первоначальном проспекте, но последующие данные, а также информация о любых существенных изменениях нефинансового характера в положении компании должны быть представлены. Должны быть детально указаны условия выпуска предлагаемых новых ценных бумаг и, если компания изыскивает новые денежные ресурсы, цель использования этих средств; должны быть обновлены и другие категории данных: о директорах, вознаграждениях менеджеров, чувствительных для компании сделках, изменениях в выпуске продукции или доле рынка, принадлежащей компании, и прочее.

ИНФОРМАЦИЯ О ГОДОВЫХ СОБРАНИЯХ

Практически во всех странах мира законы о компаниях требуют, чтобы все компании, образованные в соответствии с этими законами, проводили годовые собрания акционеров, на которых выбираются директора компаний. В основе этих законодательных требований лежит идея о том, что руководство должно встречаться с собственниками компании по крайней мере один раз в год для предоставления отчета об управлении компанией. Обычно закон требует, чтобы владельцам акций был представлен, через публикацию или каким-либо другим способом, годовой финансовый отчет.

Типичным для таких положений закона об акционерных компаниях является § 211 Общего закона о корпорациях американского штата **Делавэр** (Delaware General Corporation Law):

«Годовое собрание держателей акций проводится для выборов директоров в день и время или в порядке, определенном в уставе. В случае необходимости на годовом собрании также могут рассматриваться другие вопросы».

Аналогично этому в статье 47 (1) Федерального закона **Российской Федерации** "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) говорится:

“Высшим органом управления общества является общее собрание акционеров. Общество обязано ежегодно проводить общее собрание акционеров. Годовое общее собрание акционеров проводится в сроки, устанавливаемые уставом общества, но не ранее чем через два месяца и не позднее чем через шесть месяцев после окончания финансового года”.

Закон о компаниях **КНР**, вступивший в силу 1 июля 1994 г., в статье 104 предусматривает, что "общее собрание держателей акций проводится ежегодно".

Обязательное годовое собрание акционеров является хорошей возможностью для реализации требования о раскрытии информации. Например, согласно статье 176 китайского Закона о компаниях, публичная компания (английский термин, используемый обычно для обозначения такого типа компании, означает "компанию с ограниченной ответственностью") должна "предоставлять финансовые отчеты каждому держателю акций в сроки, определенные в уставе компании".

Статья 52 (3) Федерального закона **Российской Федерации** "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) гласит:

«К информации (материалам), подлежащей предоставлению лицам, имеющим право на участие в общем собрании акционеров, при подготовке к проведению общего собрания акционеров общества относятся годовая бухгалтерская отчетность, в том числе заключение аудитора, заключение ревизионной комиссии (ревизора) общества по результатам проверки годовой бухгалтерской отчетности, сведения о кандидате (кандидатах) в исполнительные органы общества, совет директоров (и прочее)...»

Наиболее важными в обоих законах являются требования о раскрытии финансовой информации.

В **США** для того, чтобы собрание держателей акций было признано действительным, необходимо, чтобы на нем было представлено определенное минимальное количество акций. Например, в соответствии с Общим законом о корпорациях штата Делавэр (Delaware General Corporation Law), для кворума на собрании держателей акций требуется, чтобы была представлена по крайней мере одна треть акций, хотя компания может, если желает, установить более высокий порог. Поэтому просить держателей акций поручить одному из членов руководства компании голосовать за них по их акциям, если они лично не будут присутствовать на собрании, для американских компаний дело обычное.

Поскольку испрашивание доверенностей на голосование является практической необходимостью, в 1934 г. было решено использовать этот процесс, чтобы обеспечить раскрытие критически важной информации держателям акций. Закон об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) уполномочил Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) регулировать испрашивание доверенностей. Исходя из этого полномочия, SEC разработала широкий свод нормативных актов, регулирующих вопросы информации, раскрываемой в материалах, относящихся к испрашиванию доверенностей. Требования Комиссии, в частности, включают детальные положения о том, как необходимо информировать держателей акций о вознаграждении руководства компании. В соответствии с законами США, даже если по какой-либо причине компания не обращается за получением доверенностей, она все равно должна предоставить акционерам информацию, в основном, аналогичную той, которую они получили бы в просьбе о выдаче доверенности. Сложилась практика, и она

находится в соответствии с правилами SEC, когда компании направляют держателям акций финансовую отчетность за год в составе отдельного годового отчета, а не среди материалов, в которых содержится просьба о предоставлении доверенности.

Просьбы о предоставлении доверенности должны быть представлены в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) по крайней мере за 10 дней до рассылки их держателям акций, что позволяет SEC проверять предоставляемую информацию. В последние годы SEC ослабила это требование для рутинных годовых собраний, на которых нет конкуренции за доверенности. (Иногда группа извне, конкурируя с руководством компании, может обратиться к держателям акций за получением доверенностей).

Корея также использует концепцию текущего раскрытия эмитентами информации о своем финансово-хозяйственном положении и о всех существенных событиях, которые могут повлиять на цены и ликвидность выпущенных ими ценных бумаг.

Извлечение из: Sang D Hyun Song, "Law And Policy of Securities Regulation in Korea", Symposium: Securities Regulation in the APEC Countries, 4 PAC. RIM L. & POL'Y J. 757 (July, 1995) 4 PACRLPJ 757, 768

“D. Требования по непрерывному раскрытию информации

В Корее, помимо информации, указываемой в заявлении о регистрации, корпорации, имеющие биржевой листинг, и некоторые эмитенты, подавшие заявления о регистрации, должны подавать годовые отчеты в государственный регулятивный орган и на Корейскую фондовую биржу.¹⁶ Годовые отчеты должны включать следующую информацию: 1) общее состояние корпорации или эмитента; (2) операции в области основного бизнеса и финансовое положение корпорации или эмитента; (3) аудиторское заключение дипломированного бухгалтера по результатам проверки корпорации или эмитента.¹⁷ Корпорации, имеющие биржевой листинг, финансовый год которых составляет 12 месяцев, должны подавать промежуточные отчеты в государственный регулятивный орган и на Корейскую фондовую биржу.¹⁸

Кроме того, корпорации, имеющие биржевой листинг, и некоторые эмитенты имеют постоянно действующее обязательство оперативно предоставлять полную информацию обо всех существенных событиях, связанных с корпорацией. Для выполнения указанного обязательства они должны иметь по крайней мере двух сотрудников с тем, чтобы раскрывать существенные события государственному регулятивному органу и Корейской фондовой бирже.¹⁹ Наконец, если имеет место событие, оказывающее существенное влияние на

¹⁶ Сноска в оригинале: Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972 (as amended Jan. 5, 1994), arts. 92 (1), (3).

¹⁷ Сноска в оригинале: Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972 (as amended Jan. 5, 1994), art. 92 (2). См. также Ministry of Finance Regulation No. 257, May 30, 1962, art. 15 (1).

¹⁸ Сноска в оригинале: Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972 (as amended Jan. 5, 1994), art. 93.

¹⁹ Сноска в оригинале: Regulation on Direct Disclosure by Listed Companies, art. 7 (2), promulgated by the Korean Stock Exchange, July 8, 1988.

цену либо объем продажи ценных бумаг, Корейская фондовая биржа может направить распоряжение корпорации или эмитенту о том, чтобы сделать публичное заявление о причинах такого события».²⁰

В Германии годовые отчеты обычно содержат в основном финансовую информацию. Однако о сделках между корпорацией и акционерами, обладающими большинством голосов, если таковые имеются, также следует информировать. В настоящее время финансовую информацию должны публиковать все компании, отвечающие, по крайней мере, двум из следующих критериев:

- (1) общий баланс на сумму не менее 125 миллионов немецких марок;
- (2) годовой объем реализации продукции на сумму более 250 миллионов немецких марок;
- (3) общее количество служащих более 5000 (за исключением банковского сектора).

В Германии требования о раскрытии финансовой информации в настоящее время распространяются и на общества с ограниченной ответственностью. Количество и жесткость критериев зависит от размера компании. Закон предписывает содержание финансовой отчетности (бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет об операциях за год), которая должна предоставляться и публиковаться. Какой-либо другой информации от компаний, которые не котируются на бирже, не требуется. Документы подаются Коммерческому регистратору, публикуются - в "Федеральной Газете" ("Bundesanzeiger").

В США годовые отчеты содержат не только финансовую, но и прочую информацию. Каждая публичная компания обязана представлять своим акционерам годовой отчет с информацией нефинансового характера по форме, предписанной Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission (SEC)). Одна форма - отчет 10К - должна представляться ежегодно на рассмотрение в SEC. Хотя отчет 10К должен также направляться акционерам по их просьбе, большинство компаний в США направляют им по почте ежегодные отчеты в другом формате. Это разрешается, при условии, что направленные держателям акций годовые отчеты удовлетворяют требованиям SEC о раскрытии информации.

В Гонконге предоставляются лишь годовые отчеты и почти нет дополнительных требований о своевременном сообщении новой существенной информации. Считается, что это создает информационные пробелы, поскольку появляются задержки и трудности с получением информации о существенных изменениях в положении компаний, в связи с чем имели место случаи потерь, которые несли инвесторы в результате неожиданного разорения компаний.

Соответственно, важнейшее значение приобретает обязательное раскрытие информации при первоначальном предложении акций к публичному размещению, поскольку периодическая информация предоставляется всего лишь один раз в год. Рынок Гонконга был предметом критики в связи с его

²⁰ Сноска в оригинале: Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972 (as amended Jan. 5, 1994), art. 186 (2).

меньшей эффективностью и недостаточной защищенностью обычных инвесторов из-за отсутствия квартальных или полугодовых отчетов эмитентов.

ПЕРИОДИЧЕСКАЯ ОТЧЕТНОСТЬ

Директива **Европейского Союза** об условиях листинга на биржах (Listing Conditions Directive) устанавливает порядок периодического раскрытия отчетной информации в странах-участницах. Компания, акции которой прошли листинг на фондовой бирже на территории ЕС, должна соблюдать требования, установленные в приложениях к Директиве. Приложения предписывают компании информировать общественность в самые короткие сроки о любых крупных новых, не известных широкой общественности обстоятельствах, которые могут существенно повлиять на цену акций компании. Приложения содержат также требования в отношении формы и содержания представляемых отчетов.

Совет ЕС дополнил Директиву об условиях листинга на биржах (Listing Conditions Directive) положением о ежегодной публикации полугодовых отчетов. Компании, которые прошли листинг на фондовых биржах, должны публиковать полугодовые отчеты не позднее, чем через четыре месяца после окончания первого шестимесячного периода каждого финансового года. Помимо финансовой информации, отчеты должны содержать пояснительную часть с существенной информацией о деятельности компании и, насколько это возможно, о "вероятных будущих перспективах компании в текущем финансовом году".

В **Германии** многие открытые акционерные общества публикуют квартальные и полугодовые отчеты на добровольной основе для соблюдения международных стандартов. Германские компании, акции которых прошли листинг на фондовой бирже, публикуют полугодовые отчеты в соответствии с директивами ЕС, требующими от таких компаний обнародования промежуточных отчетов. Некоторые фондовые биржи могут требовать публикации дополнительной отчетности от тех компаний, чьи акции обращаются на соответствующих биржевых рынках.

В некоторых странах открытые акционерные общества обязаны публиковать отчетность чаще одного раза в год. В США, например, публичные компании должны отчитываться ежеквартально. В этой отчетности концентрируется в основном финансовая информация. Нефинансовая информация, имеющая существенное значение и способная повлиять на цену и ликвидность ценной бумаги, должна раскрываться немедленно по мере возникновения. SEC требует, чтобы публичные компании сообщали о "значительных событиях" в течение очень короткого времени после того, как они имели место. Текущая информированность инвесторов поддерживается также на основе раскрытия информации в извещениях и просьбах о предоставлении доверенностей, направляемых перед проведением годового собрания акционеров, на котором избирается директорат компании.

Каждая компания - эмитент акций, торгуемых на публичных рынках ценных бумаг, должна предоставлять периодическую отчетность в

соответствии с §13 (a) и § 15 (d) Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934).

Извлечение из: U.S. Securities Exchange Act of 1934 periodic disclosure requirements (§§ 13 & 15).

«§13. Периодическая и другая отчетность.

(a) Отчетность эмитента ценных бумаг; содержание.

Каждый эмитент зарегистрированной в соответствии с настоящим Законом ценной бумаги должен предоставить Комиссии, согласно правилам и положениям, которые Комиссия предписывает как необходимые или целесообразные для должной защиты инвесторов и обеспечения справедливой торговли ценной бумагой,

(1) такую информацию и документы (и их копии), которые Комиссия требует для разумного обновления информации и документов, подлежащих включению в заявление о регистрации, подаваемое в соответствии с настоящим Законом, либо предоставлению вместе с ним.

(2) Такие годовые отчеты (и их копии), удостоверяемые, если это требуется правилами и положениями Комиссии, независимыми публичными бухгалтерами, и такие квартальные отчеты (и их копии), которые может потребовать Комиссия.

Каждый эмитент ценной бумаги, зарегистрированной на национальной фондовой бирже, также представляет фондовой бирже дубликат оригинала такой информации, документов и отчетов.

§ 15 (d) Раскрытие дополнительной и периодической информации.

Каждый эмитент, подавший заявление о регистрации которое вступило в силу в соответствии с Законом о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933), ... в соответствии с правилами и положениями, которые Комиссия предписывает как необходимые или целесообразные с точки зрения публичных интересов либо для защиты инвесторов, представляет Комиссии дополнительную и периодическую информацию, документы и отчеты, которые требуются согласно разделу 13 (a) настоящей части в отношении ценной бумаги, зарегистрированной в соответствии с настоящим Законом. Обязательство предоставлять информацию в соответствии с настоящим подразделом автоматически приостанавливается, если и до тех пор, пока какой-либо выпуск ценных бумаг эмитента зарегистрирован в соответствии с настоящим Законом. Обязательство предоставлять информацию в соответствии с настоящим подразделом автоматически приостанавливается в отношении любого финансового года, за исключением финансового года вступления в силу заявления о регистрации, в начале которого число владельцев ценных бумаг каждого класса из перечисленных в заявлении о регистрации, составляло менее трехсот человек. Для целей данного подраздела термин "класс" понимается как включающий все ценные бумаги эмитента, имеющие в основном схожий характер, держатели которых пользуются, в основном, аналогичными правами и привилегиями. Для целей данного подраздела в правилах и положениях термин "владельцы ценных бумаг" Комиссия определяет так, как она считает необходимым или целесообразным с точки зрения публичных интересов либо защиты инвесторов в целях предотвращения действий в обход положений настоящего подраздела. Ничто в настоящем подразделе не распространяется на ценные бумаги, выпущенные иностранным правительством или его структурным подразделением».

ТРЕБОВАНИЯ САМОРЕГУЛИРУЕМЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ О СВОЕВРЕМЕННОМ РАСКРЫТИИ ИНФОРМАЦИИ

Помимо требований предоставления периодической отчетности, наложенных законами или подзаконными актами, значимый объем требований о раскрытии информации введен фондовыми биржами и саморегулируемыми организациями. В США в договорах о прохождении листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), Американской фондовой бирже (American Stock Exchange) и в Системе автоматических котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers Automatic Quotations, NASDAQ) включены обязательства зарегистрированных компаний "своевременно раскрывать" информацию о событиях, представляющих интерес для инвесторов. Подобные требования для компаний, предлагающих свои акции к котировке, предусматриваются и на фондовых биржах других стран, в частности, в **Великобритании** и **Гонконге**.

Иллюстрацией требований саморегулируемых организаций (СРО) о своевременном раскрытии информации является следующее правило NASDAQ (США):²¹

«За исключением неординарных обстоятельств эмитент оперативно передает огласке через средства массовой информации любую существенную информацию, относительно которой можно предположить, что она может повлиять на стоимость ценных бумаг компании или решения инвесторов, и направляет, до огласки этой информации, извещение о ее раскрытии в Департамент по надзору за рынками Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASD)».

ТРЕБОВАНИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ ПО СВОЕВРЕМЕННОМУ РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ

Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) и Американская фондовая биржа (American Stock Exchange) ввели для прошедших листинг компаний требования "своевременно предоставлять" информацию о новых и существенных для инвесторов обстоятельствах, связанных с компанией. В § 202.05 Руководства для компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE Listed Company Manual), говорится, что "компания, прошедшая листинг на бирже, должна оперативно предавать огласке любую новость или информацию, в отношении которых можно ожидать, что они могут существенно повлиять на рынок ее ценных бумаг". Документ «Стандарты, политика и требования в области листинга на Американской фондовой бирже» (ASE Listing Standards, Policies and Requirements) (§ 402) требует раскрытия существенной информации, которая "может иметь значительное влияние на цену любых ценных бумаг компании или ... может считаться разумным инвестором важной для принятия решения", и приводит в качестве примера информацию о слияниях и поглощениях.

ТРЕБОВАНИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Директива ЕС о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах (Directive on Listing Particulars) также требует,

²¹ NASD Manual, 4310, September 1996.

чтобы зарегистрированная компания брала на себя обязательства максимально оперативно предавать огласке информацию о существенных новых обстоятельствах, которые могут вызвать значительные изменения цены акций компании. Это положение требует своевременного сообщения информации о крупных поглощениях, значительных изменениях в финансовом положении и других событиях, которые могут существенно повлиять на рыночную цену ценных бумаг компании.

ТРЕБОВАНИЯ ЛОНДОНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Компании, прошедшие листинг на Лондонской фондовой бирже (London Stock Exchange, LSE), должны выполнять требования LSE о непрерывном раскрытии информации, предусмотренные в правилах листинга на бирже, называемых "Желтой книгой". Согласно этим правилам, компания должна сообщать "о всех значительных новых событиях в сфере ее деятельности, которые неизвестны широкой общественности и которые могут... в результате воздействия этих событий на состояние ее активов и пассивов, финансовое положение или общее состояние ее дел, привести к существенному изменению цены на ценные бумаги компании, прошедшие листинг".²² Правила листинга на LSE также требуют, чтобы в то время, когда в финансовом состоянии компании ожидаются изменения, которые могут отразиться на цене ее акций, была раскрыта информация об ожидаемых изменениях.²³

СООБЩЕНИЯ ОБ ОПЕРАЦИЯХ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СЛУЖЕБНОЙ (ИНСАЙДЕРСКОЙ) ИНФОРМАЦИИ

Отсутствие раскрытия информации или неравномерность во времени ее раскрытия являются сердцевиной инсайдерства - торговли с использованием инсайдерской (в российской терминологии – служебной) информации. Декан Harvard Law School Р. Кларк дает следующее определение инсайдерской информации.²⁴

«Обычно информация считается инсайдерской, если она касается нового обстоятельства в делах компании, которое неизвестно широким кругам обычных инвесторов, в особенности, держателям выпущенных в свободное обращение ценных бумаг компании и тем инвесторам, которые хотели бы приобрести ее ценные бумаги. Информация является "существенной" или значимой, если в случае ее широкой огласки она могла бы повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг компании либо, по меньшей мере, считалась бы важным фактором для инвесторов при принятии решения о покупке или продаже ценных бумаг компании».

В последнее время **в ряде стран** были ужесточены законы об инсайдерской торговле: введены самые различные меры, начиная с ужесточения мер наказания за совершение инсайдерских сделок и кончая более строгими правилами отчетности лиц, обладающих инсайдерской информацией

²² London Stock Exchange Listing Rules, 17.22.

²³ Ibid, 17.23.

²⁴ R.Clark, Corporate Law 264 (1986).

и квалифицируемых в качестве инсайдеров. В **США** в 1984 г. был принят Закон о санкциях в отношении торговли с использованием инсайдерской информации (Insider Trading Sanctions Act of 1984), предусматривающий трехкратное увеличение возмещения за причиненные убытки как дополнительную меру предупреждения такой торговли. В 1988 г. **Япония** вновь ввела в действие положения своего законодательства, согласно которым лица, имеющие доступ к инсайдерской информации (директора, аудиторы или владельцы более 10% акций компании), должны предоставлять в Министерство финансов отчетность о фактах продажи или приобретения ими ценных бумаг компании. В ряде других стран для уточнения определения торговли с использованием инсайдерской (служебной) информации или ужесточения наказания за нее к существующим положениям добавлены новые положения и приняты поправки. Например, в **Великобритании** в 1985 г. принято законодательство об инсайдерской торговле (Company Securities (Insider Dealing) Act of 1985), а в 1986 г. - Закон о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act); во **Франции** в 1983 г. приняты изменения к уже существующим нормам регулирования, касающимся торговли с использованием инсайдерской информации; в **Германии** в 1988 г. усилены те элементы саморегулирования, которые относятся к инсайдерской торговле; в том же году **Тайвань** ужесточил свое законодательство о торговле с использованием инсайдерской информации. Более полно торговля с использованием инсайдерской информации обсуждается в одной из последующих глав.

2.6. КОМУ РАСКРЫВАТЬ ИНФОРМАЦИЮ

В **США** информация предназначена прежде всего для инвестирующей публики, а также профессиональных интерпретаторов и аналитиков. С другой стороны, **во многих европейских странах** раскрытие информации ориентировано на регулятивный орган, который обеспечивает соблюдение стандартов, установленных в этой области. Таким регулятивным органом может быть государственное административное учреждение, которое следит за соответствием проспектов эмиссии установленным критериям и за выполнением других требований законов о компаниях, или фондовая биржа, которая обеспечивает соблюдение правил прохождения листинга.

В других странах, таких как **Индонезия**, хотя информация и предназначена для широкой публики, средства ее распространения являются ограниченными. Поэтому регулятивный орган становится "цербером", действующим в интересах публики, и, по крайней мере, на ранних стадиях развития рынка - аналитиком и толкователем первой инстанции. Публика полагается, в основном, на тот факт, что выпуск ценных бумаг был одобрен органом по регулированию ценных бумаг (ВАРЕРАМ). По мере повышения своей профессиональной компетенции, посредники - брокеры, инвестиционные компании и др., - берут на себя всё большую роль в оказании помощи публичным инвесторам в оценке ценных бумаг на основании раскрытой информации. Таким образом, эффективность их работы будет возрастать.

Директива ЕС о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах (EU Listing Particulars Directive)²⁵ предусматривает раскрытие информации непосредственно инвесторам. Документ, называемый "Данные о предлагаемых к листингу ценных бумагах" (Listing Particulars), должен быть опубликован в установленной форме. Он должен содержать информацию, необходимую для того, чтобы инвесторы могли осуществить «информированную оценку» текущего состояния и перспектив эмитента. В каждом государстве-члене должен быть учрежден орган, призванный анализировать данные о предлагаемых к листингу ценных бумагах для проверки их на соответствие стандартным требованиям о раскрытии информации. По завершении проверки, указанные данные должны быть опубликованы для всех инвесторов либо в газете с большим тиражом, либо в отдельном документе, схожем с проспектом эмиссии, доступном для публичных инвесторов.

Приблизительно через десять лет после выхода Директивы о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах (EU Listing Particulars Directive) ЕС принял Директиву о проспекте предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг (Public Offer Prospectus Directive) для обеспечения выполнения требований о раскрытии информации компаниями, акции которых не прошли листинг на фондовой бирже. Это был новый шаг в раскрытии информации инвестирующей публике. По своим требованиям Директива о проспекте предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг (Public Offer Prospectus Directive) в основном аналогична Директиве о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах (EU Listing Particulars Directive). Однако она не требует проверки информации на адекватность или точность; директива лишь обязывает, чтобы проспект был направлен в соответствующий компетентный орган в государстве-члене Европейского Союза. Предполагается, что каждое государство-член ЕС само определяет, куда эмитент должен направлять для проверки проспект эмиссии предлагаемых к публичному размещению ценных бумаг - в регулятивный орган или в саморегулируемую организацию.

2.7. РАСКРЫТИЕ ЦЕНОВОЙ ИНФОРМАЦИИ НА РЫНКАХ

Согласно теории эффективного рынка, на хорошо функционирующем рынке в каждый данный момент времени цены всегда полностью отражают всю имеющуюся информацию. В соответствии с этой теорией, как только эмитент раскрывает всю требуемую в обязательном порядке информацию, эта информация сразу оказывает воздействие на рыночную цену ценной бумаги, инкорпорируется в эту цену. Считается, что это происходит в процессе торговли данной ценной бумагой, в которой участвуют все заинтересованные стороны, совершая сделки на основе предыдущей информации о цене и полученной новой информации, если она способна оказать существенное влияние на цену. Грамотно истолковать информацию могут лишь рыночные профессионалы, менее искушенные участники торговли в принятии своих ре-

²⁵ EU Council Directive 80/390, 1980 O.J. (L 100) 1, as amended by EU Council Directive 82/148, 1982 O.J. (L 62) 22.

шений опираются на рыночные цены и поведение рынка, находящиеся под воздействием более искусственных трейдеров.

Таким образом, информация на эффективном рынке включает информацию, исходящую от эмитента, информацию об эмитенте, предоставляемую аналитиками и комментаторами, и информацию о самом рынке. В процессе установления цены на рынке чрезвычайно важной является прозрачность, или прозрачность рынка.

Должный уровень прозрачности позволяет инвесторам оценить факторы спроса и предложения на рынке. Если рынок в должной степени прозрачен, цены на акции конкретной компании в разных частях страны мало различаются. Максимальное количество покупателей и продавцов представляют друг другу свои предложения о покупке и заявки на продажу, и согласованная таким образом цена в любой конкретный момент точно отражает спрос и предложение на рынке.

Именно такое положение вещей пытаются обеспечить фондовые биржи всего мира. Один из наиболее распространенных способов, используемых биржами, - автоматизация процесса обработки приказов о покупке и продаже и информации о последних сделках. В Сингапуре и Рио-де-Жанейро, Джакарте и Маниле, Токио и Буэнос-Айресе, Нью-Йорке и Гонконге, несмотря на разницу в оборудовании и программном обеспечении, рынки либо уже установили, либо решили установить целый ряд автоматизированных систем для сбора и передачи информации о рыночных операциях брокерам и широкой публике в масштабе реального времени.

В Великобритании, одновременно с "Большим взрывом" (Big Bang) (значительные изменения в законодательстве Великобритании в 1986 г., реструктурировавшие рынки капитала) Лондонская международная фондовая биржа (London International Stock Exchange) установила систему автоматизированной биржевой котировки (Stock Exchange Quotation System, SEAQ), которая является сегодня основным средством передачи информации о сделках и курсах ценных бумаг. В соответствии с традиционной системой информация о цене акций по запросу брокера предоставлялась только джоббером (дилером). Теперь, однако, SEAQ позволяет маркет-мэйкерам выставлять электронным способом курсы покупки и продажи акций, по которым они готовы совершать сделки. Сделки можно заключать по телефону из кабинетов брокерских фирм аналогично тому, как это делается на внебиржевом рынке США. Это означает, что брокер, находящийся за пределами Лондона, может обслуживать клиентов, не имея своего представительства в Лондоне.

Почти все сделки в Великобритании заключаются сейчас через бэк-офисы фирм - членов биржи. Различие между биржевым и внебиржевым рынком стало размытым, биржа оказалась лишенной стен. До "Большого взрыва" в связи с ограничением, запрещающим быть одновременно брокером и джоббером (дилером), брокеры были защищены от конкуренции цен, но не могли скапливать капитал в результате торговли ценными бумагами. Дилеры, которые могли продавать ценные бумаги лишь брокерам, не имели возможности налаживать системы сбыта и создавать постоянную клиентуру. С другой стороны, объединение в рамках одной организации маркет-мэйкерства

и брокерских услуг, трейдинга, управления инвестициями, корпоративного консалтинга, исследований рынка и кредитования создает новые конфликты.

В США аукционные рынки фондовых бирж конкурируют с системой мэтчинга ордеров, существующей в рамках National Association of Securities Dealers Automatic Quotations (NASDAQ). На обоих рынках прозрачность в рыночных операциях достигается благодаря постоянному сообщению в масштабе реального времени информации о предложениях о покупке и заявках на продажу, а также о ценах последних сделок. В соответствии с правилами бирж и NASDAQ специалисты (члены фондовых бирж, ведущие аукцион и имеющие право совершать операции за собственный счет) и маркет-мэйкеры отвечают за непрерывное поддержание цены. Это обязательство обеспечивать непрерывность цен, наряду с почти немедленным сообщением цены последней сделки, способствует тому, чтобы инвесторы размещали на рынке свои заказы на покупку или продажу. Они могут быть уверены в том, что исполнение их заказа, который поступает на рынок практически мгновенно, будет осуществляться по цене, близкой к той, которую они увидели в информации о последней сделке на биржевом табло ("бегущей строке") или на экране компьютера.

2.8. ИНФОРМАЦИЯ, РАСКРЫВАЕМАЯ БРОКЕРАМИ-ДИЛЕРАМИ

РАСКРЫТИЕ БРОКЕРАМИ-ДИЛЕРАМИ ДАННЫХ ОБ ЭМИТЕНТАХ, ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ КОТОРЫХ ОНИ ТОРГУЮТ

В Великобритании система регулирования предполагает, чтобы брокерские фирмы, если они публикуют рекомендации в отношении эмитентов, делали бы это только после адекватного исследования, обеспечивая солидную основу и необходимые обоснования рекомендаций. Брокерская фирма должна предпринимать посильные шаги для того, чтобы обеспечить систематичность в предоставлении результатов своих исследований и аналитики всем тем клиентам, которым она обычно сообщает указанные результаты. С целью контроля за соблюдением требований законодательства брокерская фирма должна вести учет содержания и адресов, по которым распространялась такая информация. Может также выставляться требование о том, чтобы брокерская фирма размещала в составе указанной информации предупреждения о рисках.

В США в соответствии с Правилom 15c2-11 (Rule 15c2-11) брокер-дилер обязан осуществить анализ поступившей конкретной информации об эмитенте до момента публикации своих котировок его ценных бумаг. Брокер-дилер должен также иметь основания для того, чтобы полагать, что, во-первых, информация является точной во всех существенных отношениях, а во-вторых - получена из надежных источников. Брокер-дилер должен хранить в своей документации копии всех приказов о приостановке торговли ценными бумагами эмитента и т.п. за последние двенадцать месяцев. Кроме того,

брокер-дилер должен иметь копии всех текущих отчетов, представленных в Комиссию эмитентом после своего последнего годового отчета. Таким образом, брокер-дилер обязывается законодательством проводить анализ компаний, ценные бумаги которых рекомендуются инвесторам.

РАСКРЫТИЕ БРОКЕРАМИ-ДИЛЕРАМИ ДАННЫХ О СВОИХ ТРЕЙДИНГОВЫХ ОПЕРАЦИЯХ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Доверие инвесторов растет, если брокеры и дилеры работают с такой степенью открытости, которая позволяет инвесторам определить, когда возникают конфликты между их интересами и интересами брокера-дилера. На многих недостаточно развитых рынках существует подозрение, что брокеры обычно выполняют приказы своих клиентов о покупке, приобретая акции за свой счет и перепродавая их затем своим клиентам с наценкой.

И в **США**, и в **Великобритании** правила саморегулируемых организаций (СРО), таких как Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange) или Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers, NASD), требуют от членов биржи ведения конкретной отчетной документации. Эта отчетная документация периодически проверяется аудиторами СРО на предмет соблюдения правил СРО и финансовой состоятельности. В соответствии с правилами СРО брокеры-дилеры должны поддерживать учетную документацию по каждой осуществляемой ими сделке. Такая отчетность позволяет регулятивным органам, как саморегулируемым, так и государственным, обнаруживать случаи манипулирования рынком и ненадлежащей практики установления цен.

В **США** инвесторам также предоставляется информация о финансовом положении брокеров-дилеров, через которых они заключают сделки. Кроме того, наряду с правилами бирж и NASD, устанавливающими финансовую подотчетность своих членов перед клиентами, Закон о защите инвесторов в ценные бумаги (Securities Investor Protection Act), предусматривает защиту инвесторов от убытков в результате финансового краха их брокеров. Хотя защита эта не абсолютна, инвесторы имеют информацию относительно степени своей защищенности и риска.

В **Великобритании** Investment Management Regulatory Organization (IMRO) – саморегулируемая организация для фирм, управляющих инвестициями (с конца 2001 г. IMRO полностью интегрирована в состав мегарегулятора финансового сектора – в Financial Services Authority), вводила требование о том, чтобы фирмы - члены СРО публиковали информацию о всех проблемах во взаимоотношениях с регулятивным органом, с которыми они сталкиваются. Кроме того, IMRO в сообщениях для прессы публиковала информацию о всех принимаемых ею дисциплинарных мерах.

В **США** саморегулируемые организации и Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission (SEC) также публикуют информацию о дисциплинарных мерах в отношении своих членов.

В **США** и **Великобритании** брокер-дилер, рекомендуя сделку, в которой его фирма имеет существенный интерес, должен раскрыть соответствующую информацию об этом интересе. Во всех случаях клиент должен быть информирован о размерах комиссионных и сборов. Кроме того, брокер-дилер не имеет права рекомендовать ценную бумагу частному клиенту, если у него нет разумных оснований для такой рекомендации; он также должен предпринять разумные шаги для того, чтобы клиент понял степень риска.

В других странах предоставляется гораздо меньше информации о трейдинге ценными бумагами, он менее транспарентен. В **Японии**, например, в 1991 г. неожиданно вскрылись факты компенсаций за потери в трейдинге, которые выплачивались брокерами-дилерами своим привилегированным клиентам. Это показало, что отношения между регулирующим и регулируемым слишком близки для обеспечения эффективного надзора. В результате обнаружения этих фактов при Министерстве финансов было создано новое учреждение - Комиссия по ценным бумагам и надзору за биржами (Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC)), цель которой - осуществление контроля за рынками ценных бумаг.

Как указывалось выше, с июня 1998 г. Комиссия по контролю за ценными бумагами и биржевой торговлей (Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC)) выведена из подчинения Министерства финансов. В настоящее время она субординирована Агентству по финансовым услугам (Financial Services Agency) – мегарегулятору финансовых рынков, находящемуся вне системы Министерства финансов.

В **Таиланде**, **Индонезии**, **Индии** и на **Филиппинах** реорганизованные регулятивные органы и новые саморегулируемые организации пытаются следовать примеру Великобритании и США.

ГЛАВА 3. ОБЕСПЕЧЕНИЕ АДЕКВАТНОГО И ТОЧНОГО РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

Для того, чтобы система раскрытия информации работала эффективно, форма и содержание информации должны быть стандартизированы, а за надлежащим ее раскрытием должен осуществляться мониторинг и надзор. Мониторинг и надзор необходимы для соблюдения стандартов в области раскрытия информации, обеспечения правдивости ее раскрытия. Часто для описания того, каким должно быть раскрытие информации, используются термины "адекватным и точным" или "полным и правдивым". В данной главе показано, как различные страны решают задачу обеспечения адекватности и точности раскрытия информации, что считается необходимым для защиты инвесторов.

3.1. ОБЕСПЕЧЕНИЕ НАДЛЕЖАЩЕГО РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПРИ ПОДГОТОВКЕ К ПЕРВИЧНОМУ РАЗМЕЩЕНИЮ

В некоторых странах компания, прежде чем предложить свои ценные бумаги к публичному размещению, должна зарегистрировать эмиссию в государственном органе. Процесс регистрации предполагает соблюдение установленных обязательств по раскрытию информации и подачу документов, содержащих такую информацию, на рассмотрение в государственный регулятивный орган до того, как эти документы будут опубликованы для открытого доступа. В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission (SEC) устанавливает требования по раскрытию информации и проверяет проспект эмиссии и другие документы, содержащие раскрываемую информацию, на предмет соблюдения этих требований.

Напротив, в Великобритании и некоторых других странах основная ответственность за проверку проспекта эмиссии лежит на андеррайтерах и фондовых биржах. Отсутствует обязанность предоставлять проспект эмиссии и другие документы с раскрываемой информацией в государственный регулятивный орган. В Великобритании компания может привлекать капитал, предложив свои ценные бумаги к первичному размещению через фондовую биржу. Компания обращается к фондовой бирже за листингом - допуском ценных бумаг к котировке, и указывает в заявлении всю необходимую информацию о компании и предлагаемых для размещения ценных бумагах. Необходимо предоставление проспекта эмиссии. Данный процесс аналогичен регистрации выпусков ценных бумаг, требуемой в США Законом о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933). Данные, раскрываемые фондовой бирже, предаются широкой огласке в виде "детализированной информации о ценных бумагах, предлагаемых к листингу" (listing particulars). Интересы компании-эмитента представляет андеррайтер - фирма-«спонсор», которая работает непосредственно с биржей, организуя процесс первичного размещения.

Андеррайтер и фондовая биржа, на которой будут котироваться ценные бумаги, проводят проверку эмитента с "должной внимательностью" ("due

diligence”), проверяют проспект эмиссии. Андеррайтер и фондовая биржа несут ответственность за обеспечение адекватности и точности раскрытия информации, осуществляемого для широкой публики. Понятно, что андеррайтер и фондовая биржа заинтересованы в том, чтобы компания-эмитент предлагала инвесторам честные и осуществимые возможности для вложения средств. Андеррайтер и биржа нанесли бы вред своей репутации и своему бизнесу, если бы андеррайтер согласился быть гарантом первичного размещения ценных бумаг компании, которая ничего из себя не представляет или явно обречена на провал, а фондовая биржа допустила бы акции такой компании к котировке.

В Великобритании стимулы к обеспечению прозрачности обычно создавались профессиональными финансовыми посредниками. Ограниченная группа традиционных эмиссионных домов, через которые все компании предлагали свои ценные бумаги к публичному размещению, должны были поддерживать свою репутацию. Успешность их бизнеса в существенной мере зависела от репутации. Для того, чтобы клиенты, которые им доверяли, не вкладывали деньги в ничего не стоящие бумаги, они внимательно изучали каждую компанию, прежде чем давать согласие быть андеррайтером выпуска ценных бумаг. Их позиция в переговорах с компанией, предлагающей к выпуску свои акции, была достаточно сильной для того, чтобы требовать раскрытия всей необходимой информации.

В 1980-х годах Великобритания была вынуждена отойти от этой практики, поскольку возможность заниматься андеррайтингом новых выпусков ценных бумаг, помимо традиционных домов, получили многие новые британские и иностранные фирмы, и репутация фирмы перестала быть надежной основой для защиты от сбыва ничего не стоящих ценных бумаг.

После крупных изменений, введенных Законом о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act of 1986), Лондонская фондовая биржа по-прежнему является ключевым учреждением в рассмотрении проспектов всех готовящихся эмиссий. Вместе с тем после принятия Закона о финансовых услугах требования к содержанию проспекта определяются в большей мере законодательством, а не правилами допуска к котировке на фондовой бирже ("Желтой книгой" («Yellow Book»)).

В Гонконге проспект эмиссии является предметом тщательного анализа на Гонконгской фондовой бирже (Hong Kong Stock Exchange (HKSE)).²⁶ Проспекты эмиссии должны регистрироваться у Регистратора компаний, но Регистратор проверяет их только на соответствие формальным требованиям закона. Хотя HKSE выгодно допускать к листингу компании независимо от качества и объема раскрываемой информации, долгосрочные деловые интересы биржи страдают, если подрывается доверие инвесторов. Поэтому для

²⁶ До 1986 г. в Гонконге существовало четыре фондовых биржи. После принятия законодательства об унификации в этой области (Stock Exchange Unification Ordinance of 1980) и изменений к нему указанные биржи были интегрированы в единственную фондовую биржу. На полу биржи сосредоточена вся торговая активность, относящаяся к корпоративным ценным бумагам и долговым инструментам. Не существует значимых рынков, товаром на которых были бы ценные бумаги, не прошедшие листинг, или ценные бумаги, предназначенные для внебиржевого обращения.

HKSE раскрытие информации эмитентами является чрезвычайно важным приоритетом.

В Германии компания, котирующая свои ценные бумаги на фондовой бирже, должна представлять свой проспект фондовой бирже, которая отвечает за его проверку. Если компания не котирует свои ценные бумаги на бирже, проспект представляется в соответствующий орган правительства земли с тем, чтобы к нему был обеспечен доступ широкой публики, но им не проверяется. Однако, если проспект не удовлетворяет установленным законом требованиям полноты и точности, на компанию налагаются штрафы и санкции. Кроме того, у инвесторов есть индивидуальное право подавать иски о взыскании ущерба с компании, причинившей урон.

В Нидерландах эмитент, предлагающий ценные бумаги к публичному размещению, должен публиковать проспект эмиссии независимо от того, будут ли проходить его ценные бумаги листинг на бирже или нет. Если ценные бумаги будут проходить листинг на бирже, содержание проспекта эмиссии регулируется правилами фондовой биржи. Содержание проспекта эмиссии в отношении других ценных бумаг регулируется требованиями законодательства. В 1989 г. министр финансов Нидерландов издал указ, учреждающий регулятивный орган - Совет Нидерландов по ценным бумагам (Securities Board of Netherlands), - для надзора за голландской биржей и ее членами.

В США фондовые биржи не имеют отношения к процессу регистрации ценных бумаг, осуществляемому Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission (SEC)). У фондовых бирж США имеются свои правила допуска к котировке (правила листинга), существующие отдельно от требований SEC, предъявляемых к регистрации выпусков ценных бумаг. SEC разработала сводную форму регистрационного заявления, которая может использоваться как для регистрации выпуска ценных бумаг в Комиссии, так и для получения доступа к котировке на фондовой бирже.

В США, как в Великобритании и Гонконге, фондовые биржи, руководствуясь своими деловыми интересами, стремятся сделать всё, чтобы компании, котирующие на них свои ценные бумаги, не разочаровывали инвесторов. Раскрытие как можно более полной информации о компании, ценные бумаги которой инвестор покупает или продает, а также полная транспарентность торгового процесса помогают инвестору осознать степень возможного риска, связанного с конкретными инвестициями. Инвестору, имеющему всю информацию на момент принятия своего инвестиционного решения, не на что жаловаться, даже если дальнейшие события на рынке его разочаровывают.

Закон об обращении ценных бумаг (Securities Exchange Law) в **Японии** предусматривает требование регистрации для предложений ценных бумаг к публичному размещению и систему периодической отчетности. Этот закон также основан на принципе раскрытия информации и подкрепляется системой сотрудничества между государственными органами, регулирующими деятельность в сфере ценных бумаг, и саморегулируемыми организациями, которые в Японии включают фондовые биржи и Ассоциацию дилеров по ценным бумагам Японии (Japan Securities Dealers Association).

В Европейском Союзе Директива о проспекте предлагаемого к публичному размещению выпуска ценных бумаг (Public Offer Prospectus Directive) требует проверки проспекта эмиссии до его использования в другом государстве - члене Союза. Проверка проводится компетентным органом страны эмитента. Раскрытие информации должно удовлетворять требованиям Директивы (рассмотренным выше в главе 2).

В России принята американская модель регистрации выпусков ценных бумаг, в соответствии с которой эмиссия ценных бумаг, за немногими исключениями, должна быть зарегистрирована государственным органом, регулирующим рынок ценных бумаг (Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг). Это правило не распространяется на неэмиссионные ценные бумаги (векселя, складские свидетельства, чеки и т.п.), оборот которых регулируется гражданским законодательством, не предусматривающим раскрытия информации в объеме, требуемом для эмиссионных ценных бумаг.

Фондовые биржи в России обязаны принимать к листингу только те эмиссионные ценные бумаги, выпуски которых прошли государственную регистрацию. Требуемое при прохождении листинга раскрытие информации опирается на данные и отчетность, предоставляемые эмитентами в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг.

3.2. ПРОЦЕСС РЕГИСТРАЦИИ ЦЕННЫХ БУМАГ В США

В США до того, как будет сделано предложение ценных бумаг к публичному размещению, эмитент должен обеспечить действующую регистрацию выпуска со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC), если эмитент или проводимая им сделка не подпадает под одно из немногих имеющихся исключений. Подготовка заявления о регистрации выпуска осуществляется в тесном сотрудничестве эмитента и андеррайтера, формирующего рынок ценных бумаг эмитента.

На своей странице в Интернет SEC (в дальнейшем – Комиссия) так разъясняет свои правила регистрации:²⁷

«...Цель регистрации.

Регистрация призвана обеспечивать раскрытие адекватной и точной информации о существенных фактах, касающихся компании и предлагаемых ею к продаже ценных бумаг. На ее основе инвестор может осуществить реальную оценку достоинств ценных бумаг и принять обоснованное решение относительно их покупки.

Регистрация требует, но не гарантирует точности фактов, представленных в регистрационном заявлении и проспекте. Однако закон всё же запрещает давать ложную или вводящую в заблуждение информацию под страхом

²⁷ Информация на официальном сервере Комиссии по ценным бумагам и биржам США www.sec.gov/aboutsec.htm.

штрафа или тюремного заключения, или того и другого вместе. Инвесторы, покупающие ценные бумаги и несущие потери, имеют широкие права, предусмотренные законом, для получения возмещения, если они докажут, что в регистрационном заявлении или проспекте была представлена неполная или неточная информация о существенных фактах. В случае подтверждения таких нарушений к ответственности могут привлекаться: компания-эмитент, ее ответственные директора и должностные лица, андеррайтеры, держатели контрольных пакетов, продавцы ценных бумаг и др. Эти права должны заявляться в соответствующем федеральном суде или суде штата (не в Комиссии, которая не уполномочена принимать решения о возмещении убытков). Регистрация ценных бумаг не исключает возможности продажи акций рискованной, плохо управляемой или неприбыльной компании. Более того, противозаконно утверждать, что Комиссия одобряет или не одобряет какие-либо ценные бумаги на основе их достоинств. Единственный стандарт, который должен соблюдаться при регистрации ценных бумаг, - это раскрытие адекватной и точной информации о подлежащих указанию существенных фактах, касающихся компании и предлагаемых ею к продаже ценных бумаг. Справедливость условий, перспективы успешной деятельности компании-эмитента и другие факторы, определяющие целесообразность вложения в эти ценные бумаги (цена, прибыль учредителей или андеррайтеров и др.) не имеют отношения к вопросу о том, могут ли быть зарегистрированы ценные бумаги или нет.

Процесс регистрации

Комиссия разработала регистрационные формы для различных видов компаний. Они призваны обеспечивать раскрытие наиболее важной информации при сведении к минимуму бремени и расходов, связанных с соблюдением закона. В целом, регистрационные формы должны содержать:

- описание имущества и деятельности компании;
- описание предлагаемой к продаже ценной бумаги и ее отношение к другим ценным бумагам, представляющим акционерный капитал компании;
- информацию об управлении компанией;
- финансовые отчеты, заверенные независимыми публичными бухгалтерами.

Регистрационные заявления и проспекты становятся достоянием публики, как только они поступают в SEC. Однако по закону нельзя продавать ценные бумаги до вступления регистрации выпуска в силу. Закон предусматривает, что большинство регистрационных заявлений вступает в силу на 20-й день после подачи (или на 20-й день после предоставления последней поправки). Действуя по своему усмотрению, Комиссия может сокращать этот срок, если это является полезным для инвесторов и широкой публики, а также способствует адекватности имеющейся общедоступной информации и легкости, с которой могут распространяться и пониматься факты, касающиеся нового выпуска ценных бумаг.

Регистрационные заявления подлежат рассмотрению на предмет соблюдения требований о раскрытии информации. Если информация кажется неполной или неточной, компанию обычно уведомляют об этом в письменном виде и дают возможность подать исправления или уточнения. SEC, однако, может прийти к выводу о том, что существенные недостатки некоторых регистрационных заявлений могут проистекать из умышленной попытки сокрыть или ввести в заблуждение, или что эти недостатки не могут быть исправлены при помощи письма, которое само по себе не носит характера

формальной процедуры. В таких случаях Комиссия может решить, что в публичных интересах провести слушание для установления фактов на основе доказывания и определить, нужно ли выдавать "стоп-приказ" - распоряжение отказать в регистрации ценных бумаг или приостановить ее действие. Комиссия может выдавать "стоп-ордер" после начала или завершения продажи ценных бумаг. "Сток-ордер" не является постоянным прекращением регистрации или постоянным запретом на продажу ценных бумаг. Если в соответствии с решением о "стоп-ордере" представляются поправки с исправлениями информации в заявлении о регистрации, "стоп-ордер" должен отменяться, а регистрация объявляться действительной. Хотя "стоп-ордер" Комиссии не возмещает инвесторам убытки, понесенные при покупке ценных бумаг, он прекращает дальнейшую публичную продажу ценных бумаг. Кроме того, решение Комиссии и лежащие в его основе доказательства могут помочь инвесторам в уяснении своих прав и в подаче исков о возмещении убытков.

* * *

Независимо от того, зарегистрированы ценные бумаги или нет, положения, запрещающие мошенничество, распространяются на куплю-продажу всех ценных бумаг, осуществляемую в деловых операциях между штатами или по почте».

Процесс регистрации в США резюмирован в работе L.Sonsini, A.Walker, "The Process of Going Public: Overview And Practical Aspects of An Initial Public Offering", C533 ALI-ABA 655 (June 1990).

“I. Правовая основа

До обсуждения самого процесса предложения ценных бумаг для публичного размещения, полезно, наверное, дать краткую характеристику его правовой основы, заложенной Законом о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933) с поправками (в дальнейшем - Закон), который регулирует этот процесс.

А. Раздел 5 Закона (Section 5). Требования, предъявляемые к регистрации и проспекту эмиссии

Раздел 5 (а) Закона (Section 5(a)) устанавливает базовое требование регистрации ценных бумаг в соответствии с Законом, а именно, ценная бумага не может продаваться или поставляться до тех пор, пока не вступит в силу заявление о регистрации (то есть пока ценная бумага не будет зарегистрирована SEC).

Раздел 5 (В) (1) Закона (Section 5(b) (1)) указывает, что после представления заявления о регистрации выпуска в соответствии с Законом для предложения ценных бумаг к продаже могут использоваться лишь те проспекты эмиссии, которые соответствуют требованиям раздела 10 (Section 10) Закона. Устные предложения о продаже ценных бумаг, которые не являются проспектом по смыслу раздела 2(10) Закона (Section 2(10)), могут делаться после представления в Комиссию заявления о регистрации выпуска, но не могут приниматься покупателями до вступления регистрации в силу. Смотри раздел 5 (с) (Section 5(c)) Закона о ценных бумагах.

Требование о предоставлении проспекта содержится в разделе 5 (b) (2) (Section 5(b) (2)) Закона, в котором говорится, что полный проспект, удовлетворяющий требованиям раздела 10 (a) Закона (Section 5(b)) (в отличие от проспекта-ре-

зюме) должен быть представлен до поставки ценных бумаг покупателю или одновременно с ней.

* * *

Раздел 5 (с) Закона (Section 5(c)) регулирует предложения о продаже или покупке ценных бумаг. Этот раздел запрещает делать предложения о продаже или покупке ценных бумаг, если не было подано заявление об их регистрации. "Предложение о продаже", определяемое в разделе 2 (3) Закона (Section 2(3)), включает "любую попытку" сбить ценную бумагу и толкуется широко. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) заявила, что реклама, "оказывающая влияние на общественное мнение или вызывающая публичный интерес к эмитенту", является предложением о продаже. Следовательно, определенные действия или реклама до подачи заявления о регистрации могут быть "фальстартом" или нарушением Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933).

В. Раздел 8 Закона (Section 8). Вступление в силу заявления о регистрации.

В разделе 8 (а) Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, Section 8(a)) предусматривается, что регистрация (заявление о регистрации) вступает в силу через 20 дней после подачи заявления в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) или более короткий срок, который может установить Комиссия. Поправки к регистрационному заявлению, представленные до вступления регистрации в силу, становятся действительными через очередной 20-дневный период, если они не поданы с согласия Комиссии (за исключением некоторых случаев...).

Большинство эмитентов, однако, предпочитают, если это необходимо, ждать более 20 дней, чтобы получить комментарии SEC до вступления регистрации в силу, вместо того, чтобы получать эти комментарии о недостатках уже после того, как регистрация станет действительной (что дает аргументы потенциальному истцу, утверждающему, что в заявлении о регистрации или проспекте была неверная информация или пропуски информации), или вместо того, чтобы получать от Комиссии "стоп-ордер" или становиться объектом принудительных мер, связанных с заявлением о регистрации. Для того, чтобы регистрация не становилась действительной до получения комментариев SEC, большинство эмитентов размещают специальный текст, предусмотренный в правиле 473 (Rule 473)... на обложке регистрационного заявления сразу же после расчета сбора за регистрацию. Указанный текст имеет своим результатом представление эмитенту постоянно действующей "поправки об отсрочке". Этот текст гласит:

Заявитель настоящим вносит поправку в данное заявление о регистрации, имея в виду такое изменение даты или дат, которое может быть необходимым для отсрочки даты вступления регистрации в силу до тех пор, пока заявитель не подаст новую поправку, в которой будет указано, что это заявление о регистрации отныне становится действительным в соответствии с разделом 8 (а) Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, Section 8 (a)), или до тех пор, пока регистрация не вступит в силу в такую дату, которую может определить Комиссия, действуя в соответствии с разделом 8 (а) (Section 8 (a)).

В остальной части этой статьи мы исходим из предположения о том, что эмитент обычно использует такую поправку об отсрочке и поэтому он исходит

из сроков, устанавливаемых сотрудниками SEC, а также учитывает, что для ускорения вступления регистрации в силу необходимо подавать соответствующую просьбу.

С. Раздел 10 Закона (Section 10). Содержание проспекта.

В разделе 10 Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, Section 10)) изложены основные требования к содержанию проспекта эмиссии. Раздел 10 (а) предусматривает, что проспект должен содержать информацию, указанную в Приложении А (Schedule A). Эта информация составляется сейчас в различных формах, соответствующих Закону о ценных бумагах, и в соответствии с правилами и положениями, упоминаемыми в этих формах.

В разделе 10 (а) (3) Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, Section 10 (а) (3) предусмотрено положение об "устаревании", в котором говорится, что проспект, используемый в течение более 9 месяцев после вступления в силу заявления о регистрации, содержащего данный проспект, не должен включать информацию, которая была актуальной более, чем за 16 месяцев до начала его использования.

* * *

Д. Положения об ответственности.

1. Раздел 11 (Section 11).

Раздел 11 Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, Section 11) предусматривает ответственность за неправдивую информацию или пропуски в информации, содержащиеся в заявлении о регистрации на момент вступления его в силу. Лица, несущие ответственность в соответствии с разделом 11, перечислены в этом разделе. Ими являются:

лица, подписавшие заявление о регистрации (сам эмитент, по крайней мере, большинство членов совета директоров эмитента, исполнительный директор, руководитель финансовой службы и главный бухгалтер);

лица, являющиеся директорами эмитента, независимо от того, подписывали они заявление о регистрации или нет;

кандидаты на должности директоров эмитента;

специалисты, упомянутые как готовившие или заверившие часть заявления о регистрации (но отвечающие лишь за эту часть);

все андеррайтеры.

* * *

В разделе 11 (b) (3) Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, Section 11(b) (3)) устанавливается порядок защиты в случаях наступления ответственности в соответствии с разделом 11 (Section 11), если защита основана на факте проверки эмитента исходя из принципа "должной внимательности" ("due diligence"). Необходимо отметить, что эмитент к такой защите прибегать не может.

2. Раздел 12 (Section 12).

В разделе 12 (1) Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, Section 12 (1)) предусматривается ответственность за предложение или продажу ценных бумаг, нарушающие требования о регистрации раздела 5 (Section 5). В разделе 12 (2) Закона предусматривается ответственность за неверную информацию или пропуск информации в проспекте или устном сообщении.

II. Общий обзор процесса

А. Последовательность событий

В случае обычного первого выпуска предлагаемых к публичному размещению ценных бумаг обычно проходит от одного до трех месяцев от момента выбора управляющего андеррайтера до подготовки и подачи заявления о регистрации; от четырех до шести недель - до вступления регистрации в силу после подачи заявления; и от пяти до восьми рабочих дней после этого - до завершения процесса. Фактическое время зависит от сложности раскрываемой информации, наличия финансовой отчетности, загруженности персонала Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), положения дел в компании-эмитенте, от наличия и опыта рабочей группы, организующей публичное размещение ценных бумаг.

В. Процесс обработки документов по эмиссии в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC).

1. Общие положения

Процесс рассмотрения заявлений SEC направлен, в частности, на сведение к минимуму времени, необходимого персоналу Комиссии для изучения заявления о регистрации и подготовки комментариев по итогам рассмотрения. Полезно сделать несколько предварительных замечаний в связи с процедурами, призванными ускорить рассмотрение заявления о регистрации первых выпусков предлагаемых к публичному размещению ценных бумаг.

Наверное, одним из важнейших условий этого процесса является постоянное наличие юриста и бухгалтеров, имеющих опыт не только в своих соответствующих областях, но и в области выхода компании на открытый рынок и публичного размещения ценных бумаг. Поскольку в этом процессе есть много моментов, освоение которых возможно лишь на практике, а также ввиду множества меняющихся правил Комиссии, знать о которых возможно только постоянно работая с ними, это условие является чрезвычайно важным.

Для наиболее гладкого прохождения процесса рассмотрения заявлений в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) эмитент, его юрист и бухгалтеры должны не только стараться соблюдать требования SEC о раскрытии информации в заявлении о регистрации и описывать все существенные аспекты деятельности эмитента, но и пытаться предугадать возможные комментарии Комиссии и упредить их в самом заявлении о регистрации или, если необходимо, в сопроводительном письме.

Один из факторов, который, если его не учесть должным образом, может вызвать серьезные задержки в рассмотрении заявления в SEC, - реклама до публичного предложения ценных бумаг. Юрист должен дать все необходимые консультации эмитентам, планирующим публичное размещение ценных бумаг, относительно отрицательных последствий рекламы об эмитенте до размещения ценных бумаг, которая может быть расценена как "фальстарт". Такие консультации включают обсуждение этого вопроса с исполнительным директором и руководителем финансовой службы эмитента, а также распространение разъяснительного письма среди сотрудников, директоров и других лиц, нуждающихся в информации о первом выпуске предлагаемых к публичному размещению ценных бумаг и в предупреждении об опасности преждевременной рекламы.

2. Процедуры подачи заявления о регистрации.

Помимо самой подготовки заявления о регистрации существуют определенные процедуры, которые необходимо должным образом соблюдать. Юрист эмитента обычно отвечает за подготовку сопроводительного письма в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC), в котором необходимо указать предполагаемую дату предложения ценных бумаг к первичному размещению и любые необычные обстоятельства, заслуживающие внимания Комиссии в связи с рассмотрением заявления о регистрации. Юрист эмитента также должен подготовить просьбу о конфиденциальном рассмотрении, если эмитент считает, что некоторые документы, которые необходимо представить в качестве приложений к заявлению о регистрации, следует рассматривать как конфиденциальные. Юрист андеррайтеров обычно отвечает за подготовку письма в Национальную ассоциацию дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers, NASD), сопровождающего заявление о регистрации и содержащего информацию, требуемую NASD для оценки условий андеррайтинга.

3. Рассмотрение заявлений в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC).

После получения заявления о регистрации от эмитента, впервые предлагающего к размещению свои ценные бумаги, Комиссия определяет, какое из двенадцати подразделений корпоративного анализа и исследований Отдела корпоративных финансов должно заниматься данным эмитентом. Затем в соответствующем подразделении назначается лицо, которое будет нести основную ответственность за рассмотрение заявления о регистрации. После того, как указанное лицо завершит рассмотрение заявления о регистрации и представит свои комментарии, начальник подразделения рассматривает эти документы и, если это необходимо, дополнительно комментирует их. После этого в некоторых случаях заявление о регистрации может рассматриваться заместителем директора.

Финансовая отчетность и относящаяся к ним информация, содержащаяся в заявлении о регистрации, также рассматриваются бухгалтером в Управлении главного бухгалтера Отдела корпоративных финансов.

Наконец, еще одно лицо обычно назначается для рассмотрения просьбы о конфиденциальном рассмотрении и определения того, нужно ли эту просьбу удовлетворять.

До объявления регистрации действительной необходимо получить комментарии всех трех проверяющих и ответить на них.

Почти во всех случаях заявление о регистрации впервые предлагаемых к публичному размещению ценных бумаг является предметом полного рассмотрения персоналом Комиссии. В настоящее время в Комиссии сложилась внутренняя практика, в соответствии с которой персонал должен дать комментарии эмитенту в течение 30 дней после подачи заявления о регистрации. Практика эта носит, однако, общий рекомендательный характер и не является обязательной в соответствии с каким-либо законом или правилом. Юрист эмитента, обычно являющийся единственным лицом, поддерживающим прямые контакты с проверяющими из SEC, должен связаться с проверяющим через три - пять дней после подачи заявления о регистрации для того, чтобы узнать о предполагаемом времени, которое уйдет на рассмотрение. Судя по опыту, в случае первого выпуска ценных бумаг для публичного размещения, период между подачей заявления и получением комментариев может занимать от 15 дней до восьми недель. Как правило, время рассмотрения заявления составляет около 4-5 недель. Длительность этого периода не зависит от рабочей группы, занятой организацией выпуска ценных

бумаг, что обычно является самой большой неопределенностью в общем графике эмиссии.

4. Комментарии SEC

При подготовке ответа на комментарии SEC юрист, вместе с компанией-эмитентом, должен рассмотреть каждый комментарий для того, чтобы определить, должна ли компания учитывать комментарий путем добавления соответствующей формулировки к проспекту, отвечать на комментарий путем предоставления дополнительной информации без добавлений к проспекту или возразить на комментарий как на неверный или неуместный ... Юрист эмитента готовит письмо в ответ на комментарии, полученные от SEC».

Центральной частью заявления о регистрации является проспект, обсуждавшийся выше в главе 2. Проспект действительно содержит самую важную для индивидуальных инвесторов информацию. В остальных частях заявления о регистрации приводится в развернутом виде информация, содержащаяся в проспекте, а также описания различных видов деятельности эмитента. Если в проспекте будет дано описание доклада геологов об участке земли, на котором компания планирует разработку полезных ископаемых, то в заявлении о регистрации будет приводиться полный текст доклада геологов вместе с заверенными ими заключениями.

В США заявления о регистрации могут быть различными в зависимости от информации, которая уже имеется о компании в общем доступе. В объявлении о введении в США в 1982 г. «Интегрированной системы раскрытия информации» Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) характеризовала эту систему следующим образом:²⁸

«[Новые правила и формы SEC] устанавливают три категории заявлений о регистрации. Заявления о регистрации, требуемые Законом о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933), во всех трех категориях должны включать одинаковую информацию, предоставляемую в проспекте или сопровождающую его, или инкорпорируемую путем ссылки на другой документ. Различия между тремя категориями связаны с определением Комиссии того, (1) когда эта требуемая информация должна быть изложена полностью в проспекте, представляемом инвесторам; (2) когда определенная часть раскрытой информации может быть представлена в сокращенном виде и дополнена документами, на которые делались ссылки; (3) когда определенная информация может быть включена путем ссылки на документы в рамках системы непрерывной отчетности, установленной Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), без предоставления документов инвесторам.

В принципе, часть информации о выпуске ценных бумаг для публичного размещения, касающаяся не конкретной сделки, а заявителя, может иногда раскрываться иным способом, чем в составе полного проспекта. Большая часть информации о заявителе - та же самая информация, которая должна приводиться в годовых отчетах, направляемых Комиссии ... и держателям ценных бумаг, а также в квартальных и текущих отчетах... С другой стороны, информация о выпуске ценных бумаг не фигурирует в каком-либо другом

²⁸ SEC Release No 33-6383 (March 16, 1982).

документе и широко не распространяется и должна поэтому всегда быть представлена в проспекте.

Первая категория заявлений о регистрации - форма S-1. Она требует раскрытия полной информации в проспекте и не допускает включения путем ссылки. Форма S-1 предназначена для использования заявителями, участвующими в системе непрерывной отчетности, требуемой Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), менее трех лет, а также любыми другими заявителями, которые пожелают ею воспользоваться или у которых не было другой формы.

Вторая категория заявлений о регистрации - форма S-2, которая дает возможность включать отчеты, предоставляемые в соответствии с Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), путем ссылки и раскрывать инвесторам информацию в сокращенном виде. Эту форму могут использовать заявители, выполняющие требования об отчетности Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) в течение трех лет, которые имеют возможность выбрать один из вариантов: (1) предоставить копию своего годового отчета держателям ценных бумаг вместе с проспектом эмиссии или (2) предоставить информацию о заявителе, аналогичную той, которая содержится в годовом отчете, в проспекте вместе с описанием предлагаемой эмиссии. И в том, и в другом случае более полная информация в форме 10-K включается в проспект путем ссылки.

Форма S-3, основанная на теории эффективного рынка, дает максимальную возможность включать отчеты, требуемые Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), путем ссылки и требует раскрытия минимальной информации в проспекте и для инвесторов. Проспект по форме S-3, в основном, содержит ту же информацию о предлагаемом выпуске, что и форма S-1 или S-2. Информация о заявителе из отчетов, требуемых Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), включается путем ссылки. Для раскрытия информации о заявителе проспект не требуется, если только в делах заявителя не произошло какого-либо существенного изменения, о котором не докладывалось в отчетах, предоставленных в соответствии с Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). Другим исключением из правил, требующим составления проспекта, является ситуация, когда включенные путем ссылки отчеты, предоставленные в соответствии с Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), не отражают определенную повторяющуюся финансовую отчетность или другую финансовую информацию".

Заявление о регистрации рассматривается персоналом Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в течение "периода ожидания" - от момента подачи заявления о регистрации до вступления регистрации в силу. Рассмотрение SEC призвано помочь эмитенту и обеспечить раскрытие полной и правдивой информации. Однако ни на каком этапе SEC не гарантирует, что она не будет оспаривать адекватность или точность информации в будущем лишь потому, что информация уже была рассмотрена. Отказ от права оспаривать в любое время полноту и правдивость информации, раскрытой в процессе регистрации, существенно ограничил бы полномочия SEC по защите публичных инвесторов.

Таким образом, рассмотрение заявления о регистрации персоналом Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) не является гарантией того, что эмитент выполнил требования о раскрытии информации. Для эмитента всегда есть риск, если в заявлении о регистрации содержится неверная информация, имеющая существенное значение для курса и объема продаж ценной бумаги, или отсутствует информация о существенном факте. Как SEC, так и любой инвестор, понесший ущерб в результате раскрытия неадекватной или неточной информации, располагают целым рядом средств правовой защиты в соответствии с законами США о ценных бумагах.

ГЛАВА 4. ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ АСПЕКТЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

4.1. ИНСТИТУТЫ, ОСУЩЕСТВЛЯЮЩИЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В ЦЕЛЯХ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ

Защита публичных инвесторов способствует проведению внутренней экономической политики, направленной на развитие рынков долгосрочного капитала. Поэтому общество заинтересовано в защите инвесторов, что предполагает определенную ответственность за ее обеспечение со стороны общественных институтов, т.е. правительства.

В то же время финансовые институты, участвующие в рынке капитала, также весьма заинтересованы в повышении общественного доверия к ним и обеспечении широкого участия публики в инвестиционном процессе. Это означает, что ответственность за защиту инвесторов можно возложить и на самих участников рынка, что называется "саморегулированием".

Страны используют различные подходы для обеспечения защиты инвесторов. В каждой стране свое соотношение между регулятивной ролью правительства, с одной стороны, и опорой на рыночные силы и саморегулирование, осуществляемое участниками рынка, с другой. В нижеследующих текстах рассматриваются некоторые из вопросов, возникающие в связи с выбором между наделением правительственного органа полномочиями по регулированию и передачей этих функций фондовым биржам или другим неправительственным группам или организациям.

Извлечение из: Paul G. Mahoney, "The Exchange As Regulator", Symposium: The Allocation of Government Authority, 83 VIRGINIA LAW REVIEW 1453 (1997).

«Должно ли регулирование фондовых рынков и их участников быть функцией штата (или провинций), государства или международного учреждения? Все три варианта существуют на практике. Главным регулятором в США является Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC), независимое учреждение федерального правительства. Штаты в рамках своей юрисдикции также имеют полномочия по регулированию деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и эмиссий ценных бумаг. В Канаде главную ответственность за регулирование в области ценных бумаг несут правительства провинций. В США и Канаде создана система, в соответствии с которой изданный в одном штате или провинции проспект о новом выпуске ценных бумаг можно использовать, с небольшими изменениями, в другом штате или провинции. Европейский Союз принял ряд директив о раскрытии компаниями информации и структуре рынка, в соответствие с которыми должно быть приведено внутреннее законодательство государств-членов. Международный орган - Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), - является форумом, в рамках которого наращивают свое сотрудничество регуляторы различных стран.

Тенденция, однако, заключается во всё большей централизации, т.е. в регулировании рынка ценных бумаг правительственными органами, находящимися на всё более высоком уровне, или в обеспечении большей унификации в деятельности существующих регуляторов. В 1930-х годах в США к существовавшему ранее регулированию на уровне штатов был добавлен целый ряд федеральных норм, а в последние годы наметилась тенденция снижения роли правительств штатов в области регулирования рынка ценных бумаг. Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) поставила в качестве одной из основных целей для международных рынков ценных бумаг "гармонизацию" или сведение к минимуму различий между регулятивными системами. Приводимый в пользу этого аргумент заключается в том, что до тех пор, пока эти системы будут различаться, эмитенты и продавцы ценных бумаг будут использовать эти различия в ущерб защищенности инвесторов».

Извлечение из: Report of a Working Party of the International Organization of Securities Commissions, entitled "Comparative Analysis of Disclosure Regimes" 2-3 (1991) ("CADRE Report").

«Различия в структуре и философии регулирования»

Данные, приведенные в CADRE Report, отражают разнообразие подходов к регулированию рынка ценных бумаг в государствах-членах Рабочей группы.²⁹

В Австралии, Канаде, Японии и США, а также в Европе - Бельгии, Франции, Италии и Испании - главными регуляторами являются правительственные или предусмотренные законом учреждения.

В Канаде рынок ценных бумаг регулируется органами провинций, в то время, как в Японии регулятором выступает Министерство финансов, которое также выполняет другие функции.³⁰ В США главным регулятором на федеральном уровне является Комиссия по ценным бумагам и биржам, которая также осуществляет надзор за фондовыми биржами, внебиржевыми рынками и различными саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг. Австралия недавно приняла новый Закон о компаниях, который сокращает время рассмотрения проспектов Австралийской комиссией по ценным бумагам (Australian Securities Commission): когда такое рассмотрение необходимо, оно должно быть завершено в течение 14 дней.

Банковская и финансовая комиссия Бельгии (Commission Bancaire et Financiere), Комиссия по биржевым операциям Франции (Commission des Operations de Bourse), Национальная комиссия по акционерным обществам и биржам Италии (Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa) и Национальная комиссия по рынку ценных бумаг Испании (Comision Nacional del Mercado de Valores) облечены всеми полномочиями для регулирования и принуждения к выполнению требований о раскрытии информации в связи с

²⁹ Странами – членами рабочей группы на момент подготовки доклада были: Австралия, Бельгия, Канада, Франция, Германия, Гонконг, Италия, Япония, Люксембург, Нидерланды, Испания, Швейцария, Великобритания и США.

³⁰ В настоящее время функции регулирования в Японии переданы Агентству по финансовым услугам (Financial Services Agency) – мегарегулятору финансовых рынков, находящемуся вне системы Министерства финансов. Мегарегулятору, в свою очередь, подчинена Комиссия по контролю за ценными бумагами и биржевой торговлей (Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC)).

предложением ценных бумаг к публичному размещению, допуском к котировке на биржах и непрерывным опубликованием информации об эмитенте.

В странах Европейского Союза действуют директивы, определяющие минимальные требования к раскрытию информации, однако ЕС не создал административного органа для обеспечения выполнения директив. Вместо этого директивы ЕС требуют, чтобы государства-члены Союза назначали "компетентные органы" для выполнения различных регулятивных функций. Таким образом, эти компетентные органы могут быть государственными регуляторами или профессиональными организациями в соответствии с внутренним законодательством, принятым в осуществление директив.

Система регулирования США, как и система регулирования большинства стран ЕС, делает упор на раскрытии полной информации как средстве достижения своей цели - защитить инвесторов от мошеннической деятельности, связанной с выпуском ценных бумаг. В частности, имеется в виду федеральная система регулирования рынка ценных бумаг, существующая в США. Большинство штатов в США имеют свои собственные органы регулирования, и многие штаты при регистрации выпусков ценных бумаг осуществляют их «проверку по существу», т.е. с позиций того, могут ли они вообще размещаться среди инвесторов. Канадская, австралийская и японская системы регулирования также основаны на принципе раскрытия информации, хотя канадская система включает элементы регулирования на основе «проверки по существу» выпусков ценных бумаг...

Эти различия моделей регулирования могут быть факторами, лежащими в основе разных позиций стран-участниц по вопросам раскрытия информации, детальности требований о раскрытии информации и методам извлечения информации. Кроме того, в ряде стран требования о раскрытии информации содержатся в комбинации законов о компаниях, законов о ценных бумагах и правил, относящихся к этой области, правил листинга, причем последние в некоторых случаях устанавливаются соответствующей национальной фондовой биржей. В странах Европейского Союза различные директивы ЕС принимались взамен или в дополнение к существующим регулятивным нормам в области ценных бумаг. В результате этого во многих странах произошло приращение требований о раскрытии информации для компаний, прошедших листинг на фондовой бирже, или публичных компаний.

Разнообразие источников требований о раскрытии информации может означать, что информация может сообщаться различными способами, а не в виде единого основного документа, предоставляемого на открытые рынки на регулярной основе, подчиняющегося всеобъемлющим требованиям о раскрытии информации и подлежащего рассмотрению регулятивными органами. Соответственно, в странах, где по историческим причинам и вследствие сложившейся правовой системы существует разнообразие источников, централизация информации в одном месте может служить облегчению доступа публики к информации".

РЕГУЛЯТИВНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Регулятивная инфраструктура включает в себя:

-органы государственного регулирования и надзора (это может быть самостоятельная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам,

министерство финансов, центральный банк, смешанные модели государственного регулирования)

-саморегулируемые организации (СРО) – объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, которым государством передана часть регулирующих функций;

-регулятивные функции и процедуры (законодательные, регистрационные, лицензионные и надзорные)

-законодательная инфраструктура (законодательство о рынке ценных бумаг, акционерных обществах, антимонопольном контроле на рынке финансовых услуг, правила и стандарты саморегулируемых организаций, нормы делового оборота, правовые прецеденты, юридические компании, специализирующиеся в области ценных бумаг);

-этика фондового рынка (правила ведения честного бизнеса), **обычаи делового оборота.**

Цели регулирования. В базовом документе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг»³¹ устанавливается, что «**регулирование должно способствовать формированию капиталов в хозяйстве и экономическому росту**». В нем определены **три цели регулирования** в этой области: **а)защита инвесторов** (против вводящей в заблуждение манипулятивной, мошеннической и инсайдерской практики), **б)справедливость, эффективность и прозрачность рынков** (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к информации, предупреждение нечестной торговой практики), **в)сокращение системного риска** (эффективное управление рисками в индустрии ценных бумаг).

Модели регулятивной инфраструктуры, используемые в международной практике. По критерию «**субъект регулирования**» можно выделить следующие подходы: а) основная регулирующая роль на рынке ценных бумаг принадлежит государству (пример – Франция); б) регулирование разделено между государством и саморегулируемыми организациями (добровольными объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг). В числе последних могут быть не только ассоциации брокеров–дилеров, инвестиционных фондов и т.п., но и фондовые биржи, внебиржевые торговые системы (типа NASDAQ, США), которые выполняют определенные функции регулирования в отношении участников. Обобщение международной практики в этой области приведено в **табл. 1.**

*Таблица 1**

Модели регулирования рынка ценных бумаг

Без СРО**	Отказ от модели СРО	Единственная СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по смешанным признакам)
-----------	---------------------	--	---	--

³¹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Objectives and Principles of Securities Regulation”, September 1998.

Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Германия, Гонконг, Дания, Индия, Испания, Италия, Китай, Люксембург, Нидерланды, Тайвань, Турция, Финляндия, Франция, Чехия, Швеция, Швейцария	Великобритания***	Новая Зеландия, Польша, Корея	Япония (Japan Securities Dealers Association, Investment Trust Association, Bond Underwriters Association), Норвегия (Association of Norwegian Stockbroking Companies)	Канада (Investment Dealers Association + биржи) США (National Association of Securities Dealers, фондовые биржи, клиринговые корпорации, Municipal Securities Rulemaking Board, Securities Investors Protection Corporation)
22 страны	1 страна	3 страны	2 страны	2 страны

*Оценка моделей регулирования проведена по International Securities Services Association Handbook 1998 – 99

**В некоторых случаях существуют признанные профессиональные ассоциации, осуществляющие защиту интересов своих членов, а также – редко и в очень небольшой части – функции, обычно относимые к СРО (например, Палата официальных брокеров при Франкфуртской фондовой бирже (Chamber of Official Brokers) ведет надзор за своими членами)

***Создание FSA как квази-правительственного органа, подотчетного Министерству финансов, вместо «супер-СРО», как его называли, SIB (Securities and Investments Board)

В России принята **модель регулирования, включающая СРО**, учреждаемые **по функциональному признаку** (брокерско – дилерская деятельность, депозитарная деятельность и т.п.), в которые входят различные виды финансовых институтов (коммерческие банки, брокерско – дилерские компании). Наиболее известные российские СРО – НФА (Национальная фондовая ассоциация), НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка), ПАРТАД (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер – агентов и депозитариев).

В отдельных случаях СРО выполняют не только **функции саморегулирования**, но и **функции организации рынка**, становятся конкурентами между собой. Именно по **этой модели** организовано **саморегулирование в США**, в рамках которого **NASD** создавался в качестве **СРО**, за которым закреплен **внебиржевой рынок и его торговые системы**, как «OTC self-regulatory body»,³² а **фондовые биржи США** приобрели статус **саморегулируемых организаций**.

Эта модель принята и в России (связки ММВБ – НФА и РТС – НАУФОР).

По критерию «**объект регулирования**» могут быть выделены модели регулирования **по функциональному признаку** (деятельность на рынке ценных бумаг, деятельность на кредитном и депозитном рынке и т.д.), **по институциональному признаку** (объект регулирования – коммерческий банк, инвестиционный банк, страховая компания), **смешанные модели**, модели, в рамках которых создается единый **мегарегулятор финансового рынка** (объектом регулирования в этом случае являются финансовые конгломераты, состоящие из коммерческих и инвестиционных банков, страховых компаний и др. финансовых институтов).

Среди более чем 30 стран с развитыми рынками ценных бумаг, более 59% стран имеют самостоятельные ведомства / комиссии по ценным бумагам

³² Teweles Richard J., Bradley Edward S., Teweles Ted M. The Stock Market. 6th Edition // John Wiley & Sons, Inc. - 1992. – P.7.

См. также раздел сайта NASD в Интернет “Corporate Descriptions” (www.nasd.com/pr_section1.html), в котором, в частности, указывается, что NASD – «саморегулируемая организация в отрасли ценных бумаг, ответственная за регулирование NASDAQ Stock Market, также как за регулирование масштабного внебиржевого рынка и продуктов, торгуемых на нем».

(модель США), примерно в 15% стран за фондовый рынок отвечает Минфин, 15% стран – смешанное управление. В некоторых странах с банковской моделью рынка ценных бумаг (наиболее яркие примеры – Германия, Австрия, Бельгия) основную ответственность за рынок ценных бумаг несет центральный банк.

В России принята **смешанная модель**, в которой **основными регуляторами** выступают и Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), и центральный банк (Банк России), и Министерство финансов России. Каждое из указанных ведомств имеет свою региональную сеть.

Универсальные коммерческие банки в части бизнеса на рынке ценных бумаг регулируются как ФКЦБ, так и Банком России. Брокерско - дилерские компании, инвестиционные фонды, регистраторы, трансфер - агенты, депозитарии, институты доверительного управления – сфера их регулирования как институтов относится к компетенции ФКЦБ. Минфин РФ определяет порядок функционирования на рынке ценных бумаг страховых компаний, Министерство труда и социальной защиты – пенсионных фондов. Кроме того, Минфин регулирует обращение внешнего и внутреннего долга в форме государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг, выпущенных субъектами РФ и муниципальными образованиями.

По критерию **«степень жесткости»** возможно выделить следующие модели регулятивной инфраструктуры: а)основанные на жестких, детально расписанных правилах и формальных процедурах, детальном контроле за их соблюдением (США), б)базирующиеся на широком использовании, наряду с жесткими предписаниями, неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласованного стиля поведения, переговоров по разрешению сложных ситуаций и т.п. (Великобритания).

В **России** принята модель регулирования, основанная на жестких предписаниях.

В зависимости от того, является ли рынок ценных бумаг развитым или формирующимся, модели регулирования рынка различаются по степени «интервенционизма» государства. Формирующиеся рынки являются рынками, находящимися на ранних стадиях развития, обладающими высоким рыночным риском, решающими сложные задачи роста насыщенности хозяйственного и финансового оборота ценными бумагами, укрепления операционной способности брокерской индустрии, создания прозрачного, честного и эффективного рынка. Кроме того, формирующиеся рынки обычно основаны на слабых экономиках, действуют в условиях многочисленных ограничений и дисбалансов в денежно-кредитной, финансовой и валютной сферах. На таких рынках только складываются культура корпоративного управления, культура инвестирования в ценные бумаги, этика ведения честного бизнеса на фондовом рынке.

В этой связи государство, как правило, выбирает «интервенционистский» подход в регулировании рынка ценных бумаг, формируя "сверху" массивы правил, норм деловой практики, понуждая участников рынка к раскрытию информации, непосредственно участвуя в

строительстве рынков, вмешиваясь в деятельность рынка в моменты острых кризисов и т.п.

В России принята модель регулирования, основанная на «интервенционистском» подходе.

Функции регулирования на рынке ценных бумаг (в зависимости от принятой модели они могут делиться между государством и СРО):

-идеология и координация

-разработка идеологии и политики развития фондового рынка совместно с его профессиональными участниками;

-координация деятельности государственных органов и саморегулируемых организаций;

-содействие в создании рынка

-предоставление содействия и оказание управляющих воздействий государства в процессе создания инфраструктуры рынка, торговых систем или в выполнении иных проектов, имеющих значение для развития рынка в целом;

-установление правил

-установление правил и стандартов работы на рынке ценных бумаг, требований к его профессиональным участникам;

-допуск на рынок (лицензирование, аттестация, регистрация)

-лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и допуск финансовых институтов для работы на рынке;

-аттестация специалистов для работы на рынке ценных бумаг;

-регистрация выпусков ценных бумаг;

-защита инвесторов, контроль и надзор

-защита инвесторов от нарушений их прав;

-контроль деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, создаваемых ими саморегулируемых организаций. а также эмитентов по вопросам выпуска ценных бумаг;

-направление обязательных предписаний и введение санкций за нарушение правил деятельности на фондовом рынке;

-оперативное регулирование рынка

-оперативный контроль за ликвидностью и волатильностью фондового рынка, осуществление оперативного вмешательства в работу рынков, предупреждающего рыночные шоки;

-раскрытие информации

-публичное раскрытие информации о рынке ценных бумаг (его участниках, эмитентах, ценных бумагах и т.д.), организация сбора данных, ведение учета и отчетности, создание публично доступных информационных баз;

-образование и исследования

-содействие развитию образования и исследований в области рынка ценных бумаг;

управление государственной собственностью на инфраструктурные элементы рынка

-управление государственными долями в капиталах организаций, составляющих национальную депозитарную систему, трансфер - агентскую и регистраторскую сеть, систему публичного раскрытия информации о рынке ценных бумаг.

СТРУКТУРА РЕГУЛЯТИВНЫХ ОРГАНОВ

В США законодательной властью был создан независимый регулятивный орган - Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC). Членами Комиссии по ценным бумагам и биржам являются штатные сотрудники, работающие на основе полного рабочего дня и не имеющие права работать где-либо еще.

Комиссия США по ценным бумагам и биржам (SEC) была создана в 1934 г. в соответствии с Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). Следующее описание Комиссии по ценным бумагам и биржам и законов, за соблюдение которых она отвечает, взято со страницы Комиссии в Интернет (www.sec.gov).

«Введение

В соответствии с Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. Конгресс учредил Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC). SEC является независимым, беспристрастным, квазисудебным органом, регулирующим рынок ценных бумаг.

Миссия SEC заключается в контроле за выполнением федеральных законов о ценных бумагах и выработке правил и положений, обеспечивающих защиту инвесторов, а также справедливость и честность рынков ценных бумаг. Это достигается, прежде всего, путем содействия адекватному и эффективному раскрытию информации инвесторам. Законы, находящиеся в ведении Комиссии, включают:

- Закон о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933);
- Закон об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934);
- Закон о холдинговых компаниях коммунального сектора 1935г. (Public Utility Holding Company Act of 1935);

- Закон об облигационных доверительных соглашениях 1939 г. (Trust Indenture Act of 1939);
- Закон об инвестиционных компаниях 1940 г. (Investment Company Act of 1940);
- Закон об инвестиционных консультантах 1940 г. (Investment Advisers Act of 1940).

Комиссия выступает также в качестве консультанта для федеральных судов в делах о реорганизации компаний в соответствии с главой 11 Закона о реформе в области банкротства 1978 г. (Bankruptcy Reform Act of 1978). Ежегодно Комиссия представляет доклад Конгрессу об исполнении законов о ценных бумагах.

Комиссия состоит из пяти членов, назначаемых Президентом, после консультаций с Сенатом и с его согласия с пятилетним сроком полномочий. Председатель назначается Президентом. Сроки полномочий заканчиваются не одновременно: 5 июня каждого года заканчивается срок одного из членов Комиссии. Не более трех членов могут быть из одной политической партии.

Под руководством членов Комиссии ее персонал следит за тем, чтобы открытые акционерные общества, брокеры-дилеры по ценным бумагам, инвестиционные компании и консультанты и другие участники рынка ценных бумаг соблюдали федеральные законы о ценных бумагах. В частности, персонал рассматривает заявления о регистрации выпусков ценных бумаг и периодическую отчетность, проводит проверки и инспекции, готовит подзаконные акты (правила и положения), проводит расследования и применяет принудительные меры к нарушителям. SEC не гарантирует ценности или качества конкретной инвестиции. Комиссия не может запретить продажу ценных бумаг сомнительной ценности. Сам инвестор должен составить окончательное мнение о реальной стоимости предлагаемых на продажу ценных бумаг. Персонал SEC включает юристов, бухгалтеров, финансовых аналитиков и инспекторов, инженеров, следователей, экономистов и других специалистов. Штат Комиссии подразделяется на отделы и управления (в том числе 11 региональных и окружных управлений), возглавляемые должностными лицами, которые назначаются Председателем.

Организация Комиссии

Комиссия осуществляет свою работу как в своей штаб-квартире в Вашингтоне, так и в своих представительствах на местах, через отделы и управления, наделенные конкретными функциями в соответствии с законами о ценных бумагах. Кроме того, есть управления, отвечающие за отлаженность и эффективность работы самой Комиссии. Общая ответственность за выполнение основной задачи SEC лежит на членах Комиссии.

Члены Комиссии

Закон об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) официально учредил SEC 6 июня 1934 г. До создания SEC Закон о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933) исполнялся Федеральной торговой комиссией (Federal Trade Commission). Закон, в частности, определял композицию Комиссии, остающуюся неизменной по сегодняшний день.

Комиссия - совещательный коллегиальный орган - проводит заседания несколько раз в месяц для обсуждения и принятия решений по вопросам

регулирования. Как и другие регулятивные органы, Комиссия проводит заседания двух типов. В соответствии с Законом о транспарентности в деятельности правительстве заседания должны быть открытыми для общественности и представителей прессы. Однако в целях сохранения способности Комиссии проводить расследования и/или защищать права частных лиц и организаций, которые могут быть объектами расследования Комиссии, заседания могут быть закрытыми.

Комиссия обычно проводит заседания для обсуждения и принятия решений по вопросам, представляемым членам Комиссии ее персоналом. Вопросы могут касаться толкования федеральных законов о ценных бумагах, поправок к существующим в соответствии с законами правилам, новых правил (часто для того, чтобы отразить изменившиеся условия на рынке), шагов по обеспечению законов или дисциплинарных мер в отношении лиц, подпадающих под прямое регулирование, законодательства, предлагаемого Комиссией, и вопросов управления самой Комиссией. Вопросы, не требующие совместного рассмотрения, могут решаться в соответствии с процедурами, установленными в Кодексе федеральных положений.

Результаты рассмотрения вопросов, представляемых в Комиссию, могут быть выражены в форме новых правил или поправок к правилам, а также правоприменительных или дисциплинарных мер. Наиболее распространенным видом деятельности является выработка правил, принимаемых обычно на основе рекомендаций персонала, направленных членам Комиссии.

Персонал Комиссии

Персонал распределяется по отделам и управлениям, несущим ответственность за конкретные области федерального законодательства о ценных бумагах. В Комиссии созданы отделы по вопросам обеспечения выполнения законов, корпоративных финансов, регулирования рынка, управления инвестициями, а также управления генерального юрисконсульта, ревизий и проверок выполнения, муниципальных ценных бумаг и просветительной работы и помощи для инвесторов».

Таиланд

В 1992 г. в Таиланде в соответствии с разделом 8 Закона Таиланда о ценных бумагах и биржах (1992 г.) (Securities and Exchange Act) была учреждена Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission). До принятия Закона 1992 г. Фондовая биржа Таиланда (Stock Exchange of Thailand) выполняла функции компании, управляющей фондовой биржей, и одновременно органа, регулирующего рынок капитала. Такое положение было лишь временным, и в 1992 г. Таиланд принял Закон о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Act). Ниже приведены положения указанного Закона Таиланда, в соответствии с которыми учреждалась SEC Таиланда.

Раздел 8. Настоящим учреждается Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission), далее называемая SEC, состоящая из Министра финансов как Председателя, управляющего Банка Таиланда, постоянного секретаря Министерства финансов, постоянного секретаря Министерства торговли и не менее четырех, но не более шести членов - экспертов, назначаемых кабинетом министров по рекомендации министра, среди которых должен быть по крайней мере один юрист, один бухгалтер и один финансист. Генеральный секретарь является членом Комиссии и секретарем SEC.

Раздел 9. Членом Комиссии, назначаемым кабинетом в соответствии с разделом 8, не может быть лицо, являющееся политиком, выборным членом регионального совета или региональной администрации, членом или должностным лицом политической партии.

Раздел 10. Каждый член Комиссии, назначаемый кабинетом в соответствии с разделом 8, имеет срок полномочий шесть лет.

Раздел 11. За исключением ухода по истечении срока полномочий в соответствии с разделом 10, член Комиссии, назначенный кабинетом, освобождается от должности в случае:

- (1) смерти;
- (2) ухода по собственному желанию;
- (3) снятия с должности кабинетом в связи с профессиональной непригодностью;
- (4) банкротства;
- (5) полной или частичной некомпетентности;
- (6) тюремного заключения в соответствии с решением суда, являющимся окончательным, если правонарушение не является актом халатности или мелким нарушением;
- (7) наличия обстоятельств, предусмотренных в разделе 9.

Раздел 14. SEC уполномочена и обязана выработать политику, направленную на поддержку, развитие и контроль ценных бумаг, бизнеса в области ценных бумаг; фондовой биржи, центров внебиржевой торговли и связанных с ними компаний; организаций, связанных с бизнесом в области ценных бумаг; выпуска или предложения ценных бумаг для открытой продажи, приобретения ценных бумаг с целью поглощения; предотвращение несправедливой практики торговли ценными бумагами. В ее полномочия входит:

- (1) подготовка правил, положений, уведомлений, приказов или распоряжений в соответствии с настоящим Законом;
- (2) определение сумм сбора за подачу заявления о разрешении, заявления о получении лицензии, за получение лицензии или за ведение дел по лицензии;
- (3) подготовка правил, касающихся функций подкомитетов;
- (4) подготовка правил, приказов и регулятивных положений, касающихся персонала, системы кадровых отношений, должностей, назначений, увольнений и дисциплины персонала и служащих аппарата, определение окладов и других вознаграждений, а также социальных пособий и помощи;
- (5) любая другая деятельность, необходимая для выполнения целей настоящего Закона.

Все правила, регулятивные положения, извещения, приказы или распоряжения, имеющие общее применение, вступают в силу после публикации в "Вестнике правительства".

Раздел 15. SEC может учреждать подкомитеты для выполнения определенных ею функций.

В случае подготовки общеприменимых правил, положений, извещений, приказов или распоряжений по вопросам, не имеющим конфиденциального характера или не требующих срочных действий, SEC, в соответствии с первым пунктом, передает вопросы в подкомитет для рассмотрения и подготовки рекомендаций для SEC.

В соответствии с первым пунктом подкомитет назначается Комиссией и состоит минимум из пяти и максимум из семи экспертов по рассматриваемому вопросу.

Раздел 16. Председатель и члены SEC, а также члены подкомитетов получают вознаграждение, размеры которого определяются министром. Данное вознаграждение считается оперативными расходами центрального аппарата».

Германия

В 1995 г. Германия приняла второй Закон о содействии развитию финансового рынка (Second Financial Market Promotion Act), который включал Закон о торговле ценными бумагами (Gesetz uber den Wertpapierhandel), в соответствии с которым учреждался Федеральный орган по контролю за торговлей ценными бумагами (Federal Securities Trading Supervisory Authority, Bundesaufsichtsamt fur den Wertpapierhandel), - первый в Германии федеральный орган, отвечающий за надзор за деятельностью в области торговли ценными бумагами.³³

Извлечение из: Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – С.212-213.

«Традиционно регулирование фондового рынка в Германии было децентрализовано и осуществлялось специальными земельными органами, подчиненными министерству экономики той или иной земли. Поскольку ведущий финансовый центр Германии - Франкфурт-на-Майне, то и, соответственно, главным земельным органом регулирования выступала надзорное управление Земли Гессен в г. Висбаден. На самой бирже во Франкфурте этот надзорный орган представлен статс-комиссариатом (возглавляемым статс-комиссаром).³⁴ Именно на этот орган Законом о биржах был возложен контроль за соблюдением Закона о биржах, т.е. контроль за соблюдением честных правил торговли.

³³ James H.Freis, Jr., "An Outsider's Look Into The Regulation Of Insider's Trading in Germany: A Guide To Securities, Banking, And Market Reform In Finanzplatz Deutschland", 19 B.C. INTL & COMP.L.REV.1 (1996).

³⁴ Общее количество сотрудников земельного надзорного органа не превышает 20 человек, из них в статс-секретариате работает 10.

В 1994 г. в результате принятия Закона о торговле ценными бумагами возник федеральный орган - Комиссия по ценным бумагам (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel), который, возможно, когда-нибудь полностью возьмет функции регулирования.³⁵ В Комиссии работает примерно 130 человек и расположена она во Франкфурте.

Пока, однако, обе регулирующие структуры действуют параллельно и в определенной степени дублируют друг друга. Формально комиссия является главным органом контроля. Однако на практике текущий контроль за сделками осуществляет статс-комиссариат. Комиссия занимается сбором информации от эмитентов и осуществляет общий надзор за рынком и соблюдением законодательства.

Статс-комиссариат Земли Гессен (Hessen) имеет доступ к системе SIMA - контрольной системе Франкфуртской фондовой биржи (разновидность системы Stock Watch).

Поскольку основными профессиональными участниками рынка в Германии являются банки, важную роль в деле регулирования всегда играл основной банковский надзорный орган - Федеральная надзорная палата над банками (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen), расположенная в Берлине (чтобы избежать конфликта интересов в будущем должна переехать в Бонн).³⁶ ...Она же лицензирует компании по ценным бумагам – инвестиционные фирмы, появившиеся в развитие Директивы об инвестиционных услугах ЕС. Именно эта организация осуществляет пруденциальный надзор над банками и компаниями по ценным бумагам, за соблюдением ими нормативов достаточности капитала, структуры баланса и т.п. Таким образом, на практике в Германии существует множественность органов регулирования, когда профессиональные участники вынуждены отчитываться перед несколькими контролирующими органами».

Гонконг

В Гонконге в соответствии с Законом о компаниях (Companies Ordinance) и Законом о ценных бумагах (Securities Ordinance) была утверждена Комиссия по ценным бумагам и фьючерсным операциям (Securities and Futures Commission), которая стала контрольным органом, следящим за соблюдением административных требований Закона о ценных бумагах и деятельностью Объединенной фондовой биржи (Unified Stock Exchange). Комиссия призвана защищать интересы инвесторов и пресекать нарушения на рынке ценных бумаг. Закон о ценных бумагах также предусматривает учреждение должности Комиссара по ценным бумагам (Commissioner for Securities), отвечающего за практический надзор за рынком, регистрацию, административное обеспечение и подготовку отчетов для Комиссии.

³⁵ В 1998 г. в Германии был опубликован доклад двух известных здесь экономистов Клауса Хопта и Берндта Рудольфа, предлагавших отказаться от региональных органов контроля в пользу единого регулятора. Однако правительства земель выступили резко против, ссылаясь в основном на нарушение германской конституции (См. Годовой отчет надзорной палаты Земли Гессен за 1998 г.. <http://www.boersenaufsicht.de>).

³⁶ Закон о кредитных учреждениях (Kreditwesengesetz) определяет девять видов деятельности, которые являются банковскими и которые подлежат лицензированию Федеральной надзорной палатой над банками. К их числу относятся и операции с ценными бумагами.

Сингапур

Извлечение из: Walter Woon, "Regulation of The Securities Industry in Singapore," 4 PACIFIC RIM LAW & POL'Y JOURNAL at pp. 732-35 (1995) [footnotes omitted].

«ОРГАНЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СИНГАПУРЕ

Фондовый рынок [в Сингапуре] довольно строго регулируется различными учреждениями. Большие скопления денежных средств притягивают жуликов, как кровь - акулу. Так и рынок акций привлекает к себе определенное число мошенников, стремящихся быстро подзаработать за счет людей наивных и неопытных. Регулятор должен сделать так (прошу прощения за необычную метафору), чтобы "акулы не слопали наивную мелочь". Как сказал Президент Фондовой биржи Сингапура (Stock Exchange of Singapore, SES), главной задачей SES является "обеспечение максимальной защиты инвесторов".

А. Валютное Управление Сингапура (Monetary Authority of Singapore)

Высшим регулятивным органом является Валютное Управление Сингапура (Monetary Authority of Singapore (MAS)), которое фактически является центральным банком страны. До 1986 г. Фондовая биржа Сингапура (SES) в основном сама регулировала биржевую деятельность. В 1986 г. вступил в силу Закон об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act). К существовавшему ранее саморегулированию было добавлено регулирование, осуществляемое MAS. Причиной усиления регулирования послужил биржевой крах, вызванный банкротством группы компаний "Pan-Electric". Дело в том, что некоторые лица использовали средства группы "Pan-Electric" для манипулирования рынком при помощи форвардных сделок с акциями. Крах "Pan-Electric" вызвал беспрецедентное закрытие фондовых бирж в Сингапуре и Куала-Лумпуре. Прямым или косвенным последствием краха стало банкротство пяти брокерских компаний. После этого потрясения были вскрыты серьезные недостатки в регулировании рынка. Наследием кризиса с компанией "Pan-Electric" стал нынешний режим регулирования.

Говоря конкретно, Валютное Управление Сингапура (MAS) уполномочено принимать меры и проводить проверки с целью обеспечения должного функционирования рынка. MAS может требовать предоставления ему отчетной документации и информации от фондовой биржи, дилеров, консультантов по ценным бумагам или их представителей и вообще от любого лица, которое участвует или участвовало в какой-либо сделке с ценными бумагами. MAS может потребовать, чтобы дилер предоставил информацию о том, у кого были куплены и кому были проданы ценные бумаги. MAS может также потребовать от дилера информацию о характере инструкций, данных в отношении покупки или продажи ценных бумаг. Это означает, что между дилером и клиентом нет конфиденциальности в отношении инструкций, поскольку MAS может запросить информацию о характере инструкций.

Помимо полномочий запрашивать информацию у участников фондового рынка и дилеров, MAS может также потребовать, чтобы любое лицо, которое купило, имело в собственности или продало ценную бумагу, предоставило информацию о том, действовало ли оно при этом как доверенное лицо или доверительный управляющий или агент другого лица, кто был этим другим лицом и какие давались при этом инструкции. MAS может затребовать информацию от служащих компании, котирующей на бирже свои ценные

бумаги, в случае, если это необходимо для запрещения торговли ценными бумагами, если имело место возможное нарушение требований части IX Закона об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act) или раздела 4 части IV Закона о компаниях (Companies Act). При необходимости MAS может дать распоряжение о проведении расследований и инспекций для установления факта правонарушения.

MAS утверждает поправки к правилам фондовой биржи или к правилам листинга. Когда фондовая биржа выносит порицание члену биржи, налагает на него штраф, временно отстраняет его от участия в операциях, исключает его или применяет другие дисциплинарные меры, MAS может пересмотреть принятое биржей решение. Оно также отвечает за выдачу лицензий дилерам, инвестиционным консультантам и их представителям.

MAS может давать распоряжения фондовым биржам относительно торговли, порядка работы биржи и любых других вопросов, считающихся важными для эффективного функционирования Закона об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act). MAS может запрещать операции с определенными ценными бумагами для того, чтобы защитить лиц, покупающих или продающих эти ценные бумаги, или защитить интересы публики. MAS может также издавать положения, определяющие, какие методы являются вводящими в заблуждение или манипулятивными в соответствии с подразделом 102 Закона об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act). Несмотря на эти широкие полномочия, до сих пор Валютное управление Сингапура (MAS) позволяло Фондовой бирже Сингапура (SES) регулировать рынок и не вмешивалось напрямую в решение вопросов регулирования.

V. Совет по ценным бумагам (Securities Industry Council (SIC)).

Следующим регулятивным органом является Совет по ценным бумагам (Securities Industry Council (SIC)). SIC был создан в соответствии с разделом 3 Закона об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act, Section 3) в 1973 г. и продолжает подчиняться положениям действующего Закона. Задача Совета заключается в предоставлении консультаций Министру финансов по вопросам рынка ценных бумаг. SIC состоит из назначаемых министром представителей деловых кругов, правительства и Валютного управления Сингапура (MAS). SIC контролирует и обеспечивает выполнение Кодекса о поглощениях и слияниях (Singapore Code on Take-overs and Mergers). Он может издавать решения о толковании Кодекса и определять практику, которой должны следовать стороны операций по поглощению или слиянию.

C. Фондовая биржа.

И последнее по перечислению, но не последнее по важности: роль самой Фондовой биржи Сингапура (Stock Exchange of Singapore, SES). SES является открытой акционерной компанией, зарегистрированной в соответствии с Законом о компаниях (Companies Act). Вопреки широко распространенному представлению, она не является правительственным учреждением. SES является держателем лицензии на организацию биржи и управление ею в соответствии с Законом об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act). Ее члены - брокерские компании. Управление SES осуществляется Комитетом фондовой биржи (Committee of the Stock Exchange). SES контролирует деятельность компаний, котирующих свои ценные бумаги на бирже, через постоянно действующие правила допуска к котировке (листингу) и правила раскрытия информации. SES не дает инструкций компаниям по поводу того, как вести свои дела. Вместо этого она требует соблюдения компаниями правил

допуска к котировке и раскрытия информации. Это обязательство основано на соглашении о допуске к котировке (листинговом соглашении), подписываемом всеми допускаемыми к листингу компаниями во время получения разрешения SES на котировку их ценных бумаг. В соответствии с подразделом 20 Закона об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act) SES может также обращаться в суд для обеспечения выполнения этих правил.

Правила допуска к котировке законом не предусмотрены. Они разрабатываются самой фондовой биржей и утверждаются MAS в соответствии с Законом. Тем не менее, поскольку выполнение их может обеспечиваться на основании судебного приказа, они приобрели статус, близкий к закону. Однако нарушение правил SES не может повлечь за собой наложение штрафа или тюремное заключение. SES может вынести компании порицание или прекратить котировку ее ценных бумаг. Конечно, когда суд дает приказ на выполнение конкретного правила, в случае его невыполнения компания будет подлежать наказанию за неуважение к суду.

С практической точки зрения Фондовая биржа Сингапура (Stock Exchange of Singapore, SES) является самым важным рыночным регулятором для допущенных к торговле на бирже компаний. MAS вмешивается редко, и если не планируется поглощение, Совет по ценным бумагам (Securities Industry Council (SIC) не имеет почти никакого влияния на повседневную деятельность компаний. Для большинства секретарей и юристов компаний Руководство SES по листингу является корпоративным эквивалентом Библии".

Япония

После окончания оккупации Япония упразднила Комиссию по ценным бумагам и биржам американского образца, поскольку считала ее навязанной Японии против ее воли. Совет по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Council), совещательный орган при Бюро по ценным бумагам Министерства финансов (Securities Bureau of the Ministry of Finance), каких-либо административных полномочий не имеет.

В 1992 г. в Японии была начата поэтапная реформа системы регулирования рынка ценных бумаг, которая – после нескольких последовательных трансформаций - привела к ее выводу из подчинения Министерству финансов. Был создан мегарегулятор финансовых рынков. В настоящее время это Агентство по финансовым услугам (Financial Services Agency). В его рамках действует специализированный орган, регулирующий рынок ценных бумаг (Комиссия по контролю за ценными бумагами и биржевой торговлей (Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC). Бюро по ценным бумагам Министерства финансов (Securities Bureau of the Ministry of Finance) перестало существовать.

Великобритания

Великобритания в 1980-90-е годы провела две последовательные реформы системы регулирования рынка ценных бумаг. В результате первой реформы, начатой в 1986 г., была создана система «супер-саморегулируемой организации», в результате второй реформы – мегарегулятор.

В 1986 г. в соответствии с Законом о финансовых услугах (Financial Services Act of 1986) был создан Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board (SIB)). Сам Закон был призван "дополнить оперативность и гибкость саморегулирования надежностью и авторитетностью опирающейся на закон защиты инвестора".³⁷ В соответствии с Законом о финансовых услугах (Financial Services Act) регулятивные полномочия первой инстанции были возложены на Государственного секретаря (Secretary of State), который имел право передавать эти полномочия полностью или частично "специально назначенному учреждению", названному "Совет по ценным бумагам и инвестициям Лтд." (Securities and Investment Board Limited).

SIB являлся частной организацией, члены которой назначались коллегиально Государственным секретарем и Управляющим Банком Англии. Членами SIB должны были быть лица, имеющие опыт в инвестиционном бизнесе. Приложение, являющееся частью Закона о финансовых услугах (Financial Services Act), предусматривает следующие требования в отношении членства в SIB.³⁸

«Членами управляющего органа должны быть:

(а) лица, имеющие опыт в области инвестиционного бизнеса, необходимый для выполнения функций или предполагаемых функций учреждения;

(b) другие лица, в том числе те, которые в своих интересах или интересах других, регулярно пользуются услугами, предоставляемыми лицами, осуществляющими какие-либо операции в области инвестиционного бизнеса;

и состав данного органа должен обеспечивать надлежащий баланс интересов лиц, осуществляющих операции в области инвестиционного бизнеса, и интересов публики».

SIB должен был представлять ежегодные отчеты Государственному секретарю и Парламенту.

Система регулирования рынка капитала в Великобритании, основанная на Законе о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act of 1986), состояла из нескольких уровней: нижний включает саморегулируемые организации, которые разрабатывают правила и обеспечивают их выполнение для профессиональных участников сектора финансовых услуг. Возглавлял структуру Государственный секретарь (Secretary of State) или уполномоченное им Министерство торговли и промышленности (Department of Trade and Industry). Как предусмотрено в Законе, Государственный секретарь, в свою очередь, передавал конкретные полномочия по регулированию SIB. Совет по

³⁷ Sir Nicholas Goodison, former chairman of the International Stock Exchange of the United Kingdom, as quoted in Sam Skott Miller, "Regulating Financial Services In The United Kingdom - An American Perspective", 44 BUSINESS LAWYER 323, 324 (1989).

³⁸ Section 114, Financial Services Act, as reprinted in Ernest & Young, Companies Act Handbook (4th ed. Compiled by Richard Jenkins, 1995).

ценным бумагам и инвестициям (SIB), в свою очередь, наделял полномочиями саморегулируемые организации, в том числе фондовые биржи.

В соответствии с английской системой, если профессионал не желал принадлежать к саморегулируемой организации (или являлся квалифицированным профессионалом из страны ЕС), он мог обратиться за разрешением непосредственно в Совет по ценным бумагам и инвестициям (SIB) и должен был контролироваться напрямую Советом. Таким образом, SIB был уполномочен определять и принимать правила для профессионалов, не являющихся членами признанной саморегулируемой организации.

Извлечение из: Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – С.209-210 (сноски опущены).

«В 1986 г. парламент принял Закон о финансовых услугах (Financial Services Act), вошедший в силу в 1988 г. Закон подвел под систему регулирования законодательную основу, хотя на практике сохранил за саморегулированием главную роль. Законом о финансовых услугах был создан специальный орган - Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investments Board), - наделенный исключительными полномочиями регулирования рынка. По статусу это была некоммерческая компания, участниками которой являлись представители различных фирм, работающих на финансовом рынке. Т.е. по сути дела это была супер-саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг...

В свою очередь Совет делегировал полномочия другим СРО (Совет по ценным бумагам и фьючерсам - SFA (Securities and Futures Authority), Ассоциация финансовых посредников, менеджеров и брокеров - ФИМБРА (Financial Intermediaries, Managers & Brokers Regulatory Association), Организация инвестиционных управляющих - ИМРО (Investment Management Regulatory Organization), Организация компаний страхования жизни и юнит-трастов - ЛАУТРО (Life Assurance & Unit Trust Regulatory Organization)). Совет мог самостоятельно лицензировать финансовых посредников (за исключением банков), но реально этим занимались СРО.

Орган, непосредственно занимавшийся регулированием брокерско-дилерских фирм, ведущих операции с ценными бумагами, - SFA. Он же занимался их лицензированием и осуществлял проверки деятельности. Лица, работавшие с клиентами в области ценных бумаг, обязаны были сдать экзамен SFA по типу американского Series 7.

С 1997 г. в Великобритании началась новая реформа системы регулирования финансового сектора. Правительство выступило с инициативой объединить в единый орган все организации, занимающиеся его регулированием. С этой целью было принято решение расширить полномочия Совета по ценным бумагам и инвестициям, передав ему непосредственно все регулятивные функции различных ведомств и саморегулируемых организаций с превращением его в государственную (statutory) организацию. При этом сам Совет был переименован в Совет по финансовым услугам (Financial Services Authority). Председатель Совета и члены правления назначаются министерством финансов и подотчетны последнему.

Первый шаг реформы - передача Совету контрольных функций Банка Англии в области регулирования коммерческих банков (1 июня 1998 г.) К концу 2000 г. Совету должны быть переданы полномочия всех саморегулируемых организаций. В итоге к нему должны были перейти функции Building Societies Commission, Friendly Societies Commission, Insurance Directorate of HM Treasury, Investment Management Regulatory Organization, Personal Investment Authority, Registry of Friendly Societies, Securities and Futures Authority - в общей сложности 9 организаций...

Т.е. возникает супер-регулятор, контролирующий банки, компании по ценным бумагам, страховые компании, пенсионные фонды, фондовые биржи, депозитарно-клиринговые организации. Общее количество сотрудников в 1999 г. – примерно 2000 человек (после передачи всех функций СРО к концу 2000 г. должно быть 2700)”.

Передача полномочий произошла в декабре 2001 г. К настоящему времени (2002 г.) Совет по финансовым услугам (Financial Services Authority, FSA), которому ранее были переданы надзорные функции Банка Англии, полностью поглотил Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investments Board), на базе которого был создан, Совет по ценным бумагам и фьючерсам - SFA (Securities and Futures Authority), Организацию инвестиционных управляющих (Investment Management Regulatory Organization), Комиссию по строительным обществам (Building Societies Commission), Совет по персональным инвестициям (Personal Investment Authority), Комиссию по обществам взаимопомощи (Friendly Societies Commission), Регистр обществ взаимопомощи (Register of Friendly Societies). В течение 2002 г. Совету по финансовым услугам (Financial Services Authority, FSA) должен быть передан надзор за кредитными союзами и некоторые другие дополнительные функции.

FSA является неправительственной организацией, которая обладает регулятивными полномочиями, переданными ей в соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках, вступившем в действие в декабре 2001 г. (Financial Services and Markets Act). FSA не финансируется из бюджета, ее расходы покрываются за счет платежей, взимаемых с участников финансового рынка. FSA подотчетна Казначейству, ее ежегодный отчет через Казначейство представляется на рассмотрение Парламента. Руководители Совета по финансовым услугам (FSA) назначаются Казначейством.³⁹

Франция

Извлечение из: Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – С.210-212.

«Регулятивная система Франции имеет сложную структуру, состоящую из нескольких звеньев, в той или иной степени подотчетных министерству экономики финансов или связанных с ним.

³⁹ Introduction to the Financial Services Authority. – London: FSA, 2002. – 27 p.

Комиссия по биржевым операциям (Commission des operations de bourse) - основной орган, в задачи которого входит защита интересов инвесторов. Создана в 1967 г. Руководство возложено на правление, состоящее из 9 членов. Среди них лица, назначенные Национальной ассамблеей, Сенатом, Экономическим и социальным советом, Банком Франции, представители профессиональных организаций. Комиссия следит за соблюдением стандартов раскрытия информации эмитентами.⁴⁰

Комиссия выдает лицензии на создание инвестиционных компаний (взаимных фондов СИКАВ), расследует жалобы, поступающие от инвесторов. Представители Комиссии вправе самостоятельно приходить в помещения профессиональных участников и знакомиться со всеми документами.

Именно Комиссия осуществляет расследования, связанные с нарушением законодательства и в необходимых случаях обращается в Верховный суд для получения разрешения на арест счетов или обыск. Обычно до таких мер дело не доходит. На нее возложен контроль за торговлей с использованием инсайдерской информации. В случае нарушения установленных ею правил, Комиссия вправе направлять материалы в прокуратуру или применять собственные санкции, в частности налагать штрафы. Председатель комиссии вправе от имени государства подавать иск в любой суд, кроме случаев уголовного правонарушения.

Комиссия вправе запретить или отменить листинг той или иной ценной бумаги.

Совет по финансовым рынкам (Conseil des marchés financiers, CMF) (до 1996 г. его функции выполнял Совет фондовых бирж Conseil des bourses de valeurs). По Закону о фондовых биржах 22 января 1988 г. в обязанности Совета входил общий надзор за деятельностью фирм по ценным бумагам - биржевых обществ. Этот орган выполнял функции основной саморегулируемой организации Франции, наподобие Совета по ценным бумагам и инвестициям в Англии (SIB) до его превращения в государственную организацию. В результате принятия Закона от 2 июля 1996 г. о модернизации финансового сектора⁴¹ Совет был переименован, а его полномочия расширились.⁴² В его составе ныне 16 членов, которые назначаются министерством экономики и финансов из числа представителей торговых посредников (банков и компаний по ценным бумагам), листинговых эмитентов, инвесторов, биржи, клиринговых организаций, сотрудников торговых посредников, представителя Банка Франции и министерства финансов.

Совет рассматривает документы компаний по ценным бумагам, прежде чем они обращаются за лицензией в специальный лицензирующий орган – Комитет по кредитным учреждениям и компаниям по ценным бумагам (Comite des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI, ранее

⁴⁰ На ее сайте <http://www.cob.fr> можно получить информацию о французских эмитентах.

⁴¹ Закон был принят в целях приведения нормативной базы Франции в соответствие с директивами ЕС. Текст закона можно прочесть на сайте Комиссии по биржевым операциям <http://www.cob.fr>.

⁴² Совет возник в результате объединения двух СРО – упомянутой выше Conseil des Bourses de Valeurs и Conseil du marché a terme (Совет по срочным рынкам).

назывался Comite des établissements de crédit)).⁴³ Именно Совет разрабатывает общие правила, касающиеся операций с ценными бумагами. Свод этих правил, носящих название Генеральный регламент (Reglement General Conseil des Marchés Financiers), утверждается министерством финансов после согласования с Комиссией по биржевым операциям и Банком Франции.

Генеральный регламент устанавливает нормативы для организаций, занимающихся операциями на фондовом рынке, правила листинга и исключения из него, правила поглощения компаний и содержит профессиональный кодекс поведения должностных лиц и служащих всех торговых посредников по ценным бумагам (банки и компании по ценным бумагам). В случае необходимости Совет вправе принимать дисциплинарные меры воздействия».

ФАКТОРЫ, ПРИНИМАЕМЫЕ ВО ВНИМАНИЕ ПРИ СОЗДАНИИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ОРГАНА, РЕГУЛИРУЮЩЕГО РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Государственный орган, регулирующий рынок ценных бумаг, принимает участие в решении сложных финансовых проблем. Соответственно, в нем должен работать высококвалифицированный и исключительно добросовестный персонал. При отсутствии соответствующего вознаграждения и других привилегированных условий работы трудно, а то и невозможно, привлечь отвечающих требованиям людей и удержать их в штате после приобретения высокой квалификации, когда они получают привлекательные, с точки зрения оплаты труда, предложения от других финансовых институтов, деятельность которых они регулируют. Если руководители и персонал учреждения не являются штатными сотрудниками и не свободны от других обязательств, они не смогут добиться необходимого авторитета и доверия. При общем скептическом отношении к добросовестности и компетентности государственных служащих, никакой орган регулирования не сможет выполнять поставленные задачи, если его персонал не будет действительно знающим и честным. Поэтому все специалисты, работающие в аппарате финансовых регуляторов, должны всю свою профессиональную деятельность посвящать выполнению своих функциональных обязанностей.

Необходимо понимать, что комиссии по регулированию рынка ценных бумаг неизбежно станут школой подготовки кадров для частных финансовых институтов, даже если оплата труда и условия работы будут оптимальными. Однако это тоже полезно, поскольку лица, имеющие опыт работы в органе, регулирующем рынок ценных бумаг, будут знать систему изнутри и должны будут с уважением относиться к целям регулирования. Тем самым со своих позиций в частном секторе они будут поддерживать функционирование системы. Для того, чтобы быть готовым к такой утечке сотрудников, штат регулятора должен быть достаточно большим с самого начала. Кроме того,

⁴³ Комитет лицензирует и банки, и компании по ценным бумагам. При этом повседневный пруденциальный надзор над банками и компаниями по ценным бумагам возложен на Банковскую комиссию (Commission bancaire) и Комитет по регламентации банковской и финансовой деятельности (Comite de la réglementation bancaire et financière (CRBF)), ранее назывался Comite de la réglementation bancaire (CRB).

период становления государственного органа, регулирующего рынок ценных бумаг, будет трудоемким и потребует много времени. Он также предоставит участникам этого процесса прекрасную возможность получить новые знания и навыки; кривая обучения будет резко идти вверх. Чем больше обучающихся, тем лучше для системы в целом, а также и в долгосрочном плане.

Дискуссия о мегарегуляторе

Новой для России является концепция мегарегулятора отечественного финансового рынка. Впервые идея создания мегарегулятора в России была предложена британской компанией “Cadogan Financial” в конце 1999 г. по следующим причинам: неравномерность, фрагментарность и непоследовательность нормативно-правовой базы в России; незначительный размер рынков капитала; недостаточная независимость органов регулирования; низкая оплата труда и недостаток ресурсов, характерные для большинства органов регулирования; отсутствие четкой карьерно – иерархической структуры.

“Единый, объединенный и независимый орган регулирования не только позволит создать более последовательную и более простую нормативную базу, но и, при условии его самофинансирования, обеспечит более высокую оплату труда, наличие большего количества ресурсов и карьерные перспективы”.⁴⁴ “Регулирование рынка капиталов фрагментарно, расплывлено между несколькими регуляторами - Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), саморегулируемыми организациями (СРО), Министерством финансов (Минфин) и его частью – Департаментом страхового надзора, Центральным банком России (ЦБР), Инспекцией по негосударственным пенсионным фондам. Структура регулирования имеет элементы функционального и институционального регулирования. Примером является регулирование деятельности кредитных организаций на рынке ценных бумаг силами ЦБР, а не ФКЦБ России”.⁴⁵ “...Каждый вид деятельности будет регулироваться особым департаментом внутри мегарегулятора. Таким путем уже пошли Великобритания, Япония, Корея, Исландия, Люксембург, Австралия, Венгрия... Мегарегулятор осуществляет регулирующие функции в отношении: кредитных организаций; деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг; деятельности организаторов торговли; деятельности по управлению коллективными инвестициями; страховой деятельности... при этом сами виды деятельности не совмещаются в рамках одного и того же юридического лица, а регулирование каждого из этих видов деятельности осуществляется отдельным департаментом, ответственным перед своим курирующим членом исполнительного органа... В функции такого регулятора не будут входить такие функции, как поддержание курса национальной валюты, кредитора последней инстанции, установление ставки

⁴⁴ Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р. 43.

⁴⁵ Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р. 24.

межбанковского кредита, функции эмитента и регулятора государственных ценных бумаг.»⁴⁶

Важно, что создание единого мегарегулятора предлагалось “Cadogan Financial” в рамках проекта программы технической помощи, основным реципиентом которой предполагалась ФКЦБ России.⁴⁷ Практически это означало формирование мегарегулятора на базе Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (в Великобритании мегарегулятор был создан на базе Securities and Investment Board).

Постановка задачи создания мегарегулятора требует длительной дискуссии о последствиях, ресурсах, степени готовности рынка к такой мере, наконец, о ее конечной эффективности, хотя мировая практика в этой области неоднозначна. Если даже при разделении зон ответственности российские финансовые регуляторы (не только ФКЦБ России, но и Банк России, и Минфин, и Инспекция по НПФ) не смогли в 1990-е годы эффективно регулировать свои отрасли, то тем слабее может быть регулирующее воздействие и тем более негативным будет кумулятивный эффект при смешении ответственности.

На самом деле ни один из приведенных “Cadogan Financial” аргументов не является неопровержимым.

Во-первых, в кризисных условиях крупная реорганизация, взятая вне контекста общего плана финансовых реформ,⁴⁸ направленных на восстановление финансового рынка, способна только замедлить решение более острых проблем (такой программы реформ в России не появилось после 1998 г., программные документы были ограничены реструктуризацией банковского сектора). Известно, что лучший способ не решать фундаментальные проблемы - начать организационную, с неизвестными результатами, масштабную перестройку.

Во-вторых, в российских условиях - при дефиците кадров, финансирования и т.п., - слияние ведомств, скорее всего, вызовет ослабление регулирования отдельных участков рынка, а ресурсы, поступившие в распоряжение нового ведомства, будут меньше, чем сумма ресурсов, находившихся в распоряжении министерств до их слияния. Это хорошо показывает опыт Минфина, который до создания ФКЦБ России курировал в начале 1990-х годов рынок ценных бумаг и фактически упустил эту отрасль. И, наоборот, выделение в России самостоятельной налоговой службы из состава Минфина привело к росту материальной, кадровой, финансовой базы, используемой государством для регулирования этой области финансов.

⁴⁶ Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – р.128-129.

⁴⁷ Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р. 47.

⁴⁸ В Японии создание мега-регулятора – Financial Supervisory Agency – проходило в контексте и в качестве одной из мер реформирования всего финансового сектора.

Ожидаемая нехватка ресурсов при централизации управления не позволит мегарегулятору с должной внимательностью заниматься развитием каждого отдельного сектора финансового рынка, что недопустимо на таком слабом рынке, как российский. Реорганизация неизбежно минимум на 2-3 года вызовет излишнюю мобильность кадров, ослабление управляемости, нестабильность штатов, структур и полномочий, превалирование текущих организационных задач над перспективными. Это замедлит развитие рынка, приведет к повышению регулятивных издержек и нарастанию системного риска. Координация деятельности регуляторов, преодоление фрагментарности регулятивной базы и несовпадения подходов вполне может осуществляться (при наличии воли правительства) в рамках национального совета по финансовому рынку (если он будет создан), межведомственных комиссий, рабочих групп. Нет ничего хуже подмены процесса развития организационными изменениями, масштабными преобразованиями структур управления, не вызванными объективными потребностями.

Опыт советского периода показывает, что такое чрезмерная централизация управления и к каким последствиям – в управляемом объекте – она ведет. Все управленческие аргументы, относящиеся к экономии расходов в мегарегуляторе (в сравнении с отдельными ведомствами), ликвидации конфликтов интересов между различными органами регулирования, к лучшему распределению регулятивных ресурсов⁴⁹ и т.д., имеют обратные доводы и приобретают смысл только в том случае, если состояние самого объекта регулирования – финансового рынка – требует отказа от функционального (секторального) регулирования и перехода к мегарегулированию.

В-третьих, что касается большей независимости мегарегулятора, то в ряде случаев свидетельствует о его строгой подчиненности министерству финансов – в Великобритании, Корее, Норвегии, Финляндии и Швеции, министерству по делам экономики – в Дании.

Более интересен вопрос о том, существует ли в России экономическая основа для создания мегарегулятора, такая степень переплетения функций и операций на рынке, такая степень универсальности финансовых институтов, которая позволяла бы говорить о необходимости мегарегулятора? Является ли создание систем управления, основанных на мегарегуляторе, тенденцией на зарубежных финансовых рынках или речь идет о страновых особенностях? Какими конкретно причинами вызваны решения о переходе к концепции мегарегулятора в тех случаях, на которые ссылается «Cadogan Financial», например, в Великобритании, Японии, Корее, Австралии и некоторых других рынках?

Ответы на эти вопросы следующие. Действительно, можно признать, что существует расширяющаяся в мире практика создания мегарегуляторов или по меньшей мере объединения функций нескольких органов, регулирующих деятельность на финансовых рынках. Примерами могут быть Норвегия (1986 г.), Канада (1987 г.), Дания (1988 г.), Швеция (1991 г.), Великобритания (1997 г.), Япония (1998 г.), Корея (1998 г.), Австралия (1998 г.), Исландия (1999 г.),⁵⁰

⁴⁹ Briault Clive. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator // Financial Services Authority, UK. – 1999, May. – P.P.18-26.

⁵⁰ Briault Clive. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator //

Южная Африка (1990 г.), Венгрия (1996 г.), Сингапур. По сути, мегарегулятор создан в Швейцарии.

Вместе с тем «в Европейском Союзе сколько государств – членов ЕС, столько и отличающихся друг от друга структур финансового регулирования. Например, полностью интегрированные мегарегуляторы существуют в трех странах, в двух государствах регулирование в основном сконцентрировано в одном институте, в одном – существует конфедеральная система, в шести государствах – структура регулирования, состоящая из трех ведомств, и в двух – существующая система находится в процессе изменения. Что касается участия центральных банков, то в семи государствах банковский надзор находится внутри центрального банка или тесно связан с ним, в пяти – орган надзора над банками полностью независим от центрального банка, в двух – в основном независим, в одном государстве – осуществляется пересмотр системы».⁵¹

Более подробно международная практика создания мегарегуляторов рассмотрена в *табл. 2*.

Таблица 2

Обзор международной практики создания мегарегуляторов

Страна	Мегарегулятор	Выполняемые функции
Мегарегуляторы, выполняющие как надзорные функции, так и функции установления правил		
Велико-британия	Financial Services Authority	С 1997 г. поэтапно аккумулирует функции банковского надзора (Bank of England, Supervision and Surveillance Division), регулирования и надзора над строительными обществами, институтами ценных бумаг, страхования, коллективных инвестиций. Эти функции ранее выполнялись Building Societies Commission, Securities and Investments Board, Insurance Directorate of Department of Trade and Industry, Securities and Futures Authority, Personal Investment Authority, Investment Management Regulatory Organization, Friendly Societies Commission, Registrar of Friendly Societies. ⁵²
Австралия	Australian Securities and Investments Commission, Australian Prudential Regulation Authority	Два мегарегулятора – Australian Securities and Investments Commission (регулирование и надзор отрасли ценных бумаг и инвестиционных трастов, защита инвесторов во всех финансовых отраслях, включая отношения страховых компаний и банков с клиентами) и Australian Prudential Regulation Authority (установление пруденциальных стандартов и надзор в отношении банков, страховых компаний, пенсионных фондов, небанковских кредитных организаций) находятся – совместно с центральным банком – под координирующим воздействием Совета финансовых регуляторов (Council of Financial Regulators), который обладает, скорее, не властными, а согласующими полномочиями ⁵³
Канада	Office of the Superintendent of Financial Institutions	Установление регулятивных правил и надзор за рядом финансовых институтов, если они регистрируются на федеральном уровне (банки, небанковские кредитные организации, страховые организации, трасты, институты пенсионного частного обеспечения)
Сингапур	Monetary Authority of Singapore	Регулирование всего финансового сектора, в том числе выполнение функций центрального банка, а через структурное подразделение – Financial Supervision Group – функций надзора и регулирования всего финансового сектора, включая банки, страховые компании, отрасль ценных бумаг
Швейцария	Swiss Federal Banking Commission	Функции регулирования входа на рынок, установления правил и надзора за банками, брокерами – дилерами, инвестиционными фондами, управляемыми банками, фондовыми биржами, организациями депозитарной и расчетно – клиринговой инфраструктуры. Пенсионная и страховая отрасли не входят в сферу регулирования

Financial Services Authority, UK. – 1999, May. – P.P.11-12.

⁵¹Davies Howard, Chairman, Financial Services Authority. The Single Financial Market in Five Years Time: How Will Regulation Work? // Brussels: Speech 20 March, 2000.

⁵² A New Regulator for the New Millenium // Financial Sevcies Authority, U.K. – 2000, January. – 48 p.

⁵³ Annual Report 1998 // Council of Financial Regulators, Australia. – 1999. – 40 p.

Мегарегуляторы, выполняющие только (или преимущественно) надзорные функции		
Япония	Financial Supervisory Agency (до июня 2000 г.)	Действуя как мегарегулятор, является только органом надзора, исполняя надзорные функции в отношении банков, страховых организаций и отрасли ценных бумаг (в том числе проверки, финансовые расследования и принятие санкций)
Корея	Financial Supervisory Commission	Является только органом надзора, осуществляя указанные функции в отношении банков, страховых институтов, отрасли ценных бумаг, небанковских финансовых институтов
Венгрия	Hungarian Banking and Capital Market Supervision	Осуществляет надзорные функции в отношении банков и отрасли ценных бумаг
Дания	Danish Financial Supervisory Authority	Действует как «секретариат» (внешние связи и обеспечивающие функции) для трех секторальных ведомств (Danish Securities Council, Danish Insurance Council, Danish Pension Market Council), каждый из которых является надзорным органом для отрасли ценных бумаг, страхования и частного пенсионного обеспечения соответственно
Норвегия	Banking, Insurance and Securities Commission	Является только органом надзора, осуществляя указанные функции в отношении банков, страховых институтов, отрасли ценных бумаг, пенсионных фондов, небанковских финансовых институтов
Швеция	Swedish Financial Supervisory Authority	Надзор за банками и другими кредитными организациями, институтами ценных бумаг, инвестиционными фондами, страховыми компаниями ⁵⁴
Финляндия	Financial Supervision	Надзор за банками и другими кредитными организациями, институтами ценных бумаг, инвестиционными фондами, страховыми компаниями, рынками, депозитарной инфраструктурой
Южная Африка	Financial Services Board	Осуществляет надзорные и «консультирующие» функции в отношении институтов ценных бумаг, страхования, частного пенсионного обеспечения, трастов и других, за исключением банков ⁵⁵

Анализ *табл. 2* позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, часть мегарегуляторов создается на компактных рынках небольших стран, финансовый сектор которых не располагает широкой региональной сетью. Во-вторых, большей частью функции мегарегуляторов (в 7 случаях из 11) ограничены надзором за финансовым сектором.

Уже эти наблюдения показывают, что общие ссылки на международную практику как обоснование создания мегарегулятора в России по меньшей мере неточны. Вместе с тем вопрос об экономических причинах создания мегарегулятора, например, в Великобритании, Австралии и отчасти Японии, о действии тех же самых причинно-следственных связей в российской практике, пока остается открытым.

На самом деле такими основными причинами являются: универсализация финансовых институтов на открытых и либерализованных рынках; создание финансовых конгломератов, в которых холдинговая компания или иным образом консолидированный собственник владеет несколькими финансовыми институтами, предоставляющими финансовые продукты, относящиеся к разным секторам финансового рынка; перекрестные предложения финансовых продуктов: банками – страховых, фондовых, пенсионных, коллективных инвестиций и т.д., страховыми и брокерско-дилерскими компаниями – банковских или подобных банковским; секьюритизация финансовых продуктов, создание банкоподобных продуктов и т.п.

В этой связи важен рост трансграничных предложений диверсифицированных финансовых продуктов, предоставление услуг

⁵⁴ Annual Report 1998 //Finansinspektionen, Sweden. – 1999. – 32 p.

⁵⁵ Strategic Plan. Setting the Strategic Course for the 21st Century//Financial Services Board, SA. - 1999, October. – 32 p.

финансовыми институтами, подобных тем, которые оказывались организаторами торговли на финансовых рынках, вхождение в финансовый бизнес крупных предприятий реального сектора и торговли, диверсификация продуктов, возникающая в связи с развитием интернет – финансовой коммерции.

В исследовании Международного валютного фонда отмечается, что «линии демаркации, которые когда-то разделяли операции банков и операции небанковских институтов становятся всё менее заметными. Всё в большей степени эти институты предлагают схожие продукты тем же самым клиентам. В некоторых случаях, если взглянуть на бухгалтерские балансы, перечень операций и источники денежных ресурсов крупных оптовых институтов, с трудом можно определить, какие из них являются «банками», а какие «домами ценных бумаг» (securities houses)».⁵⁶

В соответствии с исследованием группы финансовых институтов, проведенным мегарегулятором Financial Services Authority (Великобритания), «восемь фирм... были лицензированы на ведение всех пяти основных видов деятельности, по которым нужно получение лицензии (привлечение депозитов, страхование, ценные бумаги и корпоративное финансирование, управление фондами, консультирование в области инвестиций и продажа инвестиционных продуктов розничным клиентам... Еще 13 фирм были лицензированы на ведение четырех из этих видов деятельности и более 50 других фирм имели лицензии на выполнение 3 из 5 функций. Двадцать лет назад даже крупнейшие британские финансовые институты обычно имели разрешение на ведение только одной из этих двух функций... Исчезновение связи между определенным типом фирмы и ограниченным рядом продуктов, поставляемых этой фирмой, означает трудности регулирования на функциональном базисе... традиционный функциональный подход больше не соответствует структуре фирм и рынков.»⁵⁷ С ростом числа финансовых конгломератов (многофункциональных фирм) число согласований, коммуникаций, потребности в координации внутри и между государственными органами нарастают таким образом, что, по мнению идеологов мегарегулирования, даже при назначении «ведущего регулятора» для каждого финансового конгломерата не решаются проблемы управляемости и качества надзора.

Выходом из положения может быть отказ от регулирования по функциональному (или, что то же самое, секторальному) принципу и создание мегарегулятора. При этом мегарегулятор обычно оказывается построенным внутри по секторальному принципу - банки, страхование, ценные бумаги и т.п. – с выделением в своей структуре «ведущих регуляторов» - подразделений и лиц, ответственных, если следовать терминологии Financial Services Authority, за «комплексные группы» - финансовые конгломераты.

Великобритания и другие страны, где созданы мегарегуляторы, пошли значительно дальше рекомендаций Международной организации комиссий по ценным бумагам и других международных организаций, которые при надзоре

⁵⁶ International Capital Markets. Developments, Prospects and Policy Issues //Wash.: International Monetary Fund. – 1994, September. – P.15.

⁵⁷ Clive Briault. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator //Financial Services Authority, UK. – 1999, May. – P.P.12 – 14.

за финансовыми конгломератами предлагали выделять «ведущего регулятора», налаживать обмен информацией, предпринимать совместные действия и т.п.⁵⁸

Применимость в России. Из приведенного анализа очевидно, что даже для постановки вопроса о «мегарегуляторе» как о возможном решении должна быть достигнута высокая степень зрелости финансового рынка, должны вырасти крупные и диверсифицированные финансовые институты и группы, существование которых позволит поставить вопрос о переходе от преимущественно функционального (или, что то же самое, секторального) регулирования к системе «ведущих регуляторов» (с сохранением функционального принципа) - и далее к кросс – секторному регулированию, с возможным созданием мегарегулятора.

В России, где финансовые институты имеют крайне низкую капитализацию, создание мегарегулятора преждевременно. Учитывая слабость ресурсов государства, существование функциональных органов, отвечающих за конкретные сегменты и отрасли финансового рынка крайне важно, так как это создает возможность направленного внимания и целевых действий по строительству или, точнее, содействию строительству своих «собственных» отраслей – страхования, ценных бумаг, банков, частного пенсионного обеспечения, коллективных схем инвестирования. Стоит только укрупнить их регуляторов, как немедленно объем усилий, относящийся к каждой финансовой отрасли, резко сократится.

Для формирования мегарегулятора в России нет экономической базы: а) финансовый рынок крайне раздроблен, основан на очень мелких финансовых институтах, с низкой капитализацией, которым только предстоит вырасти в более диверсифицированный и крупный бизнес; б) региональные рынки замкнуты, отсутствует не только трансграничное, но даже в большой мере трансрегиональное предложение финансовых продуктов; в) финансовые продукты и деятельность российских финансовых институтов имеют упрощенную структуру; г) не существует группы и даже отдельных финансовых конгломератов, которые имели бы доминирующее положение в нескольких секторах рынка и представляли бы собой «переплетенный», со сложной организационной структурой универсальный бизнес; д) функциональным регуляторам только предстоит в будущем «вырастить» внутри своих секторов финансового рынка крупные компании, которые бы на основе реорганизаций и приобретений стали бы занимать ощутимые доли на рядом стоящих рынках финансовых продуктов.

Поэтому необходимо согласиться с мнением Говарда Дэвиса, главы финансового мегарегулятора Великобритании (Financial Services Authority), который отмечает следующее: «В Соединенном Королевстве мы решили, что создание мегарегулятора имеет смысл на наших очень открытых рынках, и мы определенно не жалеем об этом решении... Но если рассмотреть мировую практику, то можно найти много очень различных моделей регулирования... относительно которых ясно, что они хорошо работают в странах с различными типами финансового рынка и политических структур. Тот факт, что в Европе

⁵⁸ Supervision of Financial Conglomerates//Basle Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors. – 1999, February. – 139 p.

существует почти столько же моделей, сколько стран - членов ЕС, является проблемой, когда решаются вопросы гармонизации. Но при этом совершенно невозможно утверждать, что одна и та же модель является безусловно правильной для каждой страны».⁵⁹

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ РЕГУЛЯТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

В России сложилась смешанная модель рынка ценных бумаг. Создание мегарегулятора на данный момент не представляется возможным, эта идея не является актуальной (анализ см. выше). Следовательно, в среднесрочной перспективе в России будут сочетаться функциональный и институциональный принципы государственного регулирования рынка ценных бумаг. Соответственно, регулирование рынка ценных бумаг будет неизбежно разделено, как и во многих странах, между несколькими финансовыми регуляторами, что делает необходимым развитие различных форм взаимодействия между ними, обеспечивающих целостность и эффективность регулирования рынка. Российский рынок ценных бумаг не является в этом плане исключением, не существует ни одного фондового рынка, где бы полномочия государства на рынке ценных бумаг так или иначе не были разделены.

В соответствии с международной⁶⁰ и внутренней практикой указанное взаимодействие может иметь следующие формы:

- создание совместных органов регуляторов (коллегии, состоящие из представителей различных ведомств, деятельность которых нуждается в согласовании, различного рода межведомственные комиссии, рабочие группы, целевые группы для ведения конкретного проекта, экспертные советы и т.п.), проведение регулярных консультаций руководителей по вопросам текущей деятельности и политики;

- взаимное согласование действий, политики, ведение их с учетом интересов других регуляторов, содействие появлению финансовых инструментов, рынков, систем их обеспечения, которые мог бы использовать другой финансовый регулятор в своей деятельности на рынке;

- создание общих концепций и взглядов на модель и программу развития фондового рынка, объединение ресурсов, прекращение создания параллельных структур фондового рынка, слияние организаций, пользующихся поддержкой различных регуляторов (СРО, депозитарная и расчетно-клиринговая инфраструктура, торговые площадки, системы раскрытия информации и т.д.);

⁵⁹ Davies Howard, Chairman, Financial Services Authority. The Single Financial Market in Five Years Time: How Will Regulation Work? //Brussels: Speech 20 March, 2000.

⁶⁰ Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO, 1998; Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996; Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996; Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption, IOSCO, 1993; Supervision of Financial Conglomerates, IOSCO, 1999; Supervisory Framework for Markets, IOSCO, 1999.

-введение схем обмена информацией, в том числе конфиденциальной, в случаях чрезвычайных ситуаций, прежде всего, нарастающего рыночного риска, возможности перевода рисков с одного рынка на другой, их взаимного усиления; манипулирования, инсайдерства, использования иных нечестных приемов в совершении сделок на рынке ценных бумаг; организация надзора за финансовым конгломератом, отдельные компании которого находятся в ведении различных финансовых регуляторов; текущего информирования о подходах к регулированию, о планируемых изменениях в политике и правилах, об областях озабоченности, о предпринимаемых действиях и т.д.;

-организация совместного регулирования финансовых конгломератов, с определением ведущего регулятора (регулятора материнской компании), с организацией совместных процедур выдвижения нормативных требований (например, к уровню достаточности консолидированного капитала и агрегированных рисков), надзора, проверок, оценок областей озабоченности, принятия санкций, оповещения о предпринимаемых действиях в отношении отдельных компаний конгломерата;

-разработка совместной политики, стандартов, правил, ведение различных видов совместной деятельности (использование общих информационных систем, проведение совместных проверок, расследований, если они возможны, принятие совместных санкций и осуществление иных совместных действий, согласование процедур надзора и понуждения к исполнению правил), согласование изменений в политике регулирования, если они затрагивают интересы и полномочия другой стороны;

-заключение меморандума о взаимопонимании или договора о сотрудничестве, включающего все возможные формы совместной деятельности регуляторов (например, центрального банка и комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам).

Пример меморандума о взаимопонимании
между Reserve Bank of Australia и Australian Prudential Regulation Authority
(октябрь 1998 г.)

- Признание факта взаимодополняемости задач.
- Обоюдное обязательство о полном и своевременном обмене информацией в качестве важнейшего элемента координации между двумя ведомствами.
- Немедленное предоставление информации со всем должным старанием и с учетом срочности.
- Соблюдение требований конфиденциальности и секретности информации, поставляемой друг другу, возможность выставлять специальные требования к режиму использования информации.
- Совместная работа, чтобы избежать дублирования информации, предоставляемой финансовыми институтами, минимизировать бремя отчетности, лежащее на них.
- возможность разделения затрат на сбор информации, необходимой тому и другому ведомству.
- Ведомственные базы данных, к которым оба ведомства имеют свободный и открытый перекрестный доступ.
- Если одно из ведомств считает, что возникла угроза финансовой стабильности, то оно немедленно сообщает об этом другому ведомству, задействуется механизм непрерывных консультаций по поводу состояния рынка и планируемых акций.
- Совместное участие во внешнем надзоре и проверках на местах.
- Взаимное уведомление о планируемых изменениях в политике регулирования, прежде всего, в том случае, если они затрагивают регулятивную

инфраструктуру, созданную другой стороной.

- Совместное участие в международных организациях и рабочих группах, объединяющих финансовых регуляторов.
- Создание совместного Координационного комитета, отвечающего за поддержание финансовой стабильности и реализацию схем обмена информацией, совместные публикации статистической отчетности и совместные научные исследования (периодичность заседаний - месячная) и др.

4.2. ОБЕСПЕЧЕНИЕ ПРИНУДИТЕЛЬНОГО ИСПОЛНЕНИЯ ЗАКОНОВ И ПРАВИЛ

Безусловно, требования о раскрытии адекватной и точной информации должны опираться на систему строгих наказаний за мошенничество и нарушение обязательств по раскрытию информации, предусмотренных законом или правилами саморегулируемых организаций. Юридические обязательства раскрывать информацию превращаются в пустые слова без активного обеспечения их принудительного выполнения. В тех странах, где отсутствуют традиции гражданской правовой защиты и не существует судебной системы, способной обеспечивать рассмотрение частных исков в рамках такой защиты, бремя по обеспечению исполнения законов и правил лежит, прежде всего, на государственном регулятивном органе.

Законы не имеют должного воздействия без активной и решительной работы по обеспечению их принудительного исполнения. Если главная ответственность за это возлагается на государственный орган, у этого учреждения должен быть адекватный компетентный персонал, делающий эффективной систему обеспечения принудительного исполнения законов. Поэтому в США и Великобритании, например, были приняты действенные меры для обеспечения принудительного исполнения законов через частные иски о возмещении ущерба, нанесенного в результате мошенничества или нарушения обязательств раскрывать информацию.

Закон о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933), принятый в США, содержит положения о гражданской ответственности, которые используются в свою пользу частными инвесторами, а не государственным регулятивным органом. Эти положения, по словам одного из составителей этого закона, "были, в основном, взяты из английского Закона о компаниях (Companies Act)".⁶¹

Раздел 11 Закона США о ценных бумагах 1933 г. (Section 11 of the Securities Act of 1933) предусматривает абсолютную ответственность лиц, подписавших заявление о регистрации, если это заявление содержит неверную или вводящую в заблуждение информацию о существенном факте. Подписавший несет бремя доказывания того, что он соблюдал принцип «должной внимательности» (due diligence).

⁶¹ James Landis, "The Legislative History of The Securities Act of 1933," 28 GEORGE WASHINGTON LAW REVIEW 29, 35 (1959).

Ниже следует текст этого положения (отдельные положения выделены авторами):

«§11 [15 U.S.C.A. §77к.] Гражданская ответственность в случае раскрытия неверной информации в заявлении о регистрации.

(а) Лица, имеющие основания для иска; лица, несущие ответственность.

В случае, если какая-либо часть заявления о регистрации, после ее вступления в силу, содержала неверную информацию о каком-либо существенном факте или не содержала информации о каком-либо существенном факте, которую требовалось предоставить или которая была необходимой для того, чтобы информация в заявлении не вводила в заблуждение, любое лицо, купившее такую ценную бумагу (если не будет доказано, что на момент приобретения это лицо знало о такой неверной информации или опущении информации), может, по закону или по справедливости, в любом суде, имеющем соответствующую компетенцию, подавать иск на:

(1) каждое лицо, подписавшее заявление о регистрации;

(2) каждое лицо, которое было директором (или выполняло аналогичные функции) или партнером в компании-эмитенте на момент подачи части заявления о регистрации, в отношении которого утверждается наличие ответственности;

(3) каждое лицо, которое, с его согласия, поименовано в заявлении о регистрации как директор или будущий директор; лицо, выполнявшее аналогичные функции, или партнер;

(4) каждого бухгалтера, инженера, оценщика или лицо, компетентное профессиональное мнение которого подкрепляет раскрытую им информацию, которое, по своему собственному согласию, было поименовано как лицо, подготовившее или заверившее любую часть заявления о регистрации, или подготовившее или заверившее любое заключение или оценку, использованные в связи с заявлением о регистрации, в отношении информации в этом заявлении о регистрации, заключении или оценке, которая, как утверждается, была им подготовлена или заверена;

(5) каждого андеррайтера такой ценной бумаги.

(b) Лица, освобождаемые от ответственности при предоставлении соответствующих доказательств.

Невзирая на положения подраздела (а) настоящего раздела, никакое лицо, кроме эмитента, не несет ответственности, предусмотренной в нем, если оно докажет:

(1) что до вступления в силу части заявления о регистрации, в отношении которого утверждается наличие ответственности, (А) оно ушло в отставку или предприняло разрешенные законом шаги для того, чтобы уйти в отставку, или прекратило или отказалось действовать во всех должностях, качествах или отношениях, в которых оно было описано в заявлении о регистрации как действующее или согласившееся действовать, и (В) оно уведомяло Комиссию (SEC) и эмитента в письменном виде о

том, что оно поступило таким образом и что оно не будет нести ответственности за данную часть заявления о регистрации;

(2) что если данная часть заявления о регистрации вступила в силу без его ведома, и что, узнав об этом, оно сразу же предприняло действия и уведомило Комиссию (SEC) в соответствии с пунктом (1) настоящего подраздела и, кроме этого, сделало достаточное публичное заявление о том, что данная часть заявления о регистрации вступила в силу без его ведома;

(3) что (A) в том, что касается какой-либо части заявления о регистрации, которая, как утверждается, не была основана на компетентном мнении эксперта, и не является, как утверждается, копией или выдержкой из заключения или оценки эксперта и не была, как утверждается, основана на публичном официальном документе или заявлении, **это лицо, после достаточного расследования, имело разумные основания считать и считало, на момент вступления в силу данной части заявления о регистрации, что информация, содержащаяся в ней, была верной, и что в ней не была намеренно пропущена информация о существенном факте, которую требовалось в ней указать или которая была необходима для того, чтобы информация, содержащаяся в ней, не вводила в заблуждение;** и (B) в том, что касается какой-либо части заявления о регистрации, которая, как утверждается, была основана на его компетентном мнении как эксперта, или является, как утверждается, копией или выдержкой из заключения или оценки, сделанных им как экспертом, (i) оно, после достаточного расследования, имело разумные основания считать и считало, на момент вступления в силу данной части заявления о регистрации, что содержащаяся в ней информация была верной и что в ней не была намеренно пропущена информация о существенном факте, которую требовалось в ней указать или которая была необходима для того, чтобы информация, содержащаяся в ней, не вводила в заблуждение, или (ii) данная часть заявления о регистрации неверно отражала его мнение как эксперта или не была точной копией или выдержкой из его заключения или оценки как эксперта; и (C) в том, что касается какой-либо части заявления о регистрации, которая, как утверждается, была основана на компетентном мнении эксперта (не его самого) или была копией или выдержкой из заключения или оценки эксперта (не его самого), оно не имело разумных оснований считать и не считало, на момент вступления в силу данной части заявления о регистрации, что содержащаяся в ней информация была неверной или что в ней было опущение информации о существенном факте, которую требовалось в ней указать или которая была необходима для того, чтобы информация, содержащаяся в ней, не вводила в заблуждение, или что данная часть заявления о регистрации неверно отражала мнение эксперта или не была точной копией или выдержкой из заключения или оценки эксперта; и (D) в том, что касается какой-либо части заявления о регистрации, которая, как утверждается, является заявлением, сделанным официальным лицом, или является копией или выдержкой из публичного официального документа, оно не имело достаточных оснований считать и не считало, на момент вступления в силу данной части заявления о регистрации, что содержащаяся в ней информация была неверной, или что в ней была намеренно пропущена информация о существенном факте, которую требовалось в ней указать, или которая была необходима для того, чтобы информация, содержащаяся в ней, не вводила в заблуждение, или что данная часть заявления о регистрации неверно отражала заявление,

сделанное официальным лицом, или не была точной копией или выдержкой из публичного официального документа».

Помимо конкретных положений о неверной информации или пропусках информации в заявлении о регистрации (включая проспект), законы о ценных бумагах предусматривают общие положения, направленные против мошенничества. Наиболее часто используемым в исках о возмещении убытков частных инвесторов является §10 Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Section 10 of the Securities Exchange Act of 1934), который гласит:

«Любое лицо нарушает закон, если оно, прямо или косвенно, используя любые средства или возможности торговли между штатами или почты, или услуги любой федеральной фондовой биржи,

* * *

(b) использует или применяет в связи с покупкой или продажей любой ценной бумаги какие-либо манипулятивные или обманные средства или способы в нарушение таких правил и положений, которые может предписать Комиссия как необходимые или целесообразные в интересах публики или в целях защиты инвесторов».

Эти положения признавались судами как основание для исков, подаваемых как SEC, добивавшейся соответствующих решений суда, так и потерпевшими частными инвесторами, добивавшимися денежного возмещения убытков. В одном из классических исков, поданных на основании законодательства США о ценных бумагах, суд установил следующий принцип: право на подачу частного иска может быть выведено из общих положений закона, направленных против мошенничества. Иск был подан на возмещение убытков в результате, якобы, мошеннического заговора с целью склонить истца продать акции двух компаний по цене, меньшей их реальной стоимости. Отвергая просьбу ответчика отказать в иске, суд заявил:⁶²

«Данный суд имеет компетенцию рассматривать дела индивидуальных ответчиков только в случае применимости к ним Закона США об обращении ценных бумаг 1934 г., § 78a (Securities Exchange Act of 1934, [15 U.S.C.A. § 78a et seq.]. Раздел 27 (Section 27) этого Закона разрешает экстратерриториальное рассмотрение исков "для обеспечения принудительного выполнения любой ответственности или обязательства, предусмотренных этим Законом или принятыми в соответствии с ним правилами и регулятивными положениями, или для пресечения любого нарушения этого Закона или принятых в соответствии с ним правил и регулятивных положений".

* * *

Нет и не может быть сомнений в том, что данная жалоба описывает поведение, представляющее собой прямое нарушение положений раздела 10 (b) (Section 10 (b) Закона и исполняющего его Правила X-10B-5 (Rule X-10B-5). Несомненно также и то, что в разделе 10 или других разделах нет положения, явно допускающего подачу гражданских исков лицами, пострадавшими в результате нарушения раздела 10 или Правила. Однако "нарушение

⁶² Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512, 513-14 (D.C. ED Pa, 1946).

законодательного акта посредством совершения запрещенного деяния или несовершения требуемого деяния делает автора деяния ответственным за ущемление интереса другого лица, если (а) цель акта заключалась исключительно или частично в защите интереса другой стороны как частного лица; и (b) ущемленный интерес является интересом, подпадающим под защиту акта"... Это правило - не просто канон толкования закона. Пренебрежение предписаниями закона неправомерно и является правонарушением ...

Безусловно, законодательная власть может отказать потерпевшим сторонам в праве на возмещение убытков, понесенных в результате нарушения закона, но это право является столь основополагающим и столь глубоко укоренившимся в законодательстве, что когда оно явно не отрицается, намерение отказать в нем должно быть заявлено ясно и определено. Ответчики утверждают, что о таком намерении можно заключить из того факта, что три других раздела закона (разделы 9, 16 и 18) (Sections 9, 16 and 18), каждый из которых объявляет определенные виды поведения незаконными, ясно предусматривают возможность подачи гражданских исков потерпевшими лицами, а также условия и ограничения их подачи, в то время, как раздел 10 (Section 10) этого не делает. Этот аргумент нельзя назвать лишенным оснований. Он мог бы быть более убедительным, если бы вся проблема сводилась к толкованию закона, но в этом лишь часть проблемы. Главное сводится к тому, можно ли заключить о намерении отказать в правовой защите и упразднить ответственность, которая обычно присутствует здесь в соответствии с основными принципами деликтного права, так как данный закон в целом преследует общую цель регулирования всех видов сделок с ценными бумагами ...».

В Великобритании в §200 Закона о финансовых услугах (Financial Services Act) предусматривается, что лицо совершает правонарушение, если:

(а) в целях или в связи с любым заявлением, подаваемым в соответствии с настоящим Законом; или

(b) при предполагаемом выполнении любого требования, предусмотренного в отношении его настоящим Законом, оно предоставляет информацию заведомо ложную или вводящую в заблуждение в отношении существенного факта, или безответственно предоставляет информацию, являющуюся ложной или вводящей в заблуждение в отношении существенного факта.

Помимо мер наказания за правонарушения, которые могут применяться регулятивными органами, в Великобритании саморегулируемые организации могли налагать санкции на своих членов. Например, в газетной статье в 1996 г.⁶³ сообщалось, что глава Investment Management Regulatory Organization, саморегулируемой организации для инвестиционных компаний, ввел санкции в отношении двух крупных фирм. В статье говорилось: "Г-н Торп является представителем все более расширяющегося круга лиц в финансовом сообществе, считающих, что внешние регуляторы должны играть мощную и активную роль в обеспечении защиты прав инвесторов. Представители Сити, придерживающиеся традиционного подхода, предпочитают систему, которая ближе к саморегулированию, при которой регуляторы не проверяют компании, а скорее работают в тесном сотрудничестве с ними".

⁶³ Wall Street Journal Europe, Thursday, 12/5/96 p.1.

Как и в США, Закон о финансовых услугах (Financial Services Act) в §62 предусматривает частное право подачи иска о возмещении убытков потерпевшими инвесторами. Согласно этому параграфу нарушение правил или положений, предусмотренных Кодексом инвестиционного бизнеса (Conduct of Investment Business) и другими конкретными стандартами, "является основанием для подачи иска лицом, понесшим убытки в результате этого нарушения, с соблюдением условий защиты и других требований, применимых к искам в случае нарушения предусмотренного законом обязательства".

Извлечение из: Sam Scott Miller, "Regulating Financial Services In The United Kingdom – An American Perspective", 44 BUSINESS LAWER 323, 359 (1989).

«Параграф 62 Закона о финансовых услугах (Financial Services Act) дает инвестору, понесшему убытки в результате нарушения правила, введенного в соответствии с Законом о финансовых услугах (Financial Services Act), (что включает [правила саморегулируемых организаций]), право подавать гражданский судебный иск. Таким образом, Великобритания в этом вопросе пошла значительно дальше США.

Многие профессиональные участники рынка критиковали параграф 62, но министр торговли категорически против упразднения этого положения. Он заявил, что компенсационная схема сама по себе недостаточна, поскольку в таком случае компании, правильно ведущие свои дела, должны были бы отвечать за тех, кто допускает нарушения. Некоторые принижали значение параграфа 62, указывая на то, что в Великобритании не предусмотрены комиссионные юристам в непредвиденных случаях, и что множество споров будет рассмотрено в арбитражных судах, но другие видят в этом положении значительный потенциальный риск для компаний".

В **Гонконге** Закон о защите инвесторов (Protection of Investors Ordinance) включает специальные положения против мошенничества, связанного с покупкой или продажей ценных бумаг, ограничения на устные предложения о продаже, а также положения, касающиеся торговли с использованием служебной информации (инсайдерская торговля) или заключения сделок компаниями за свой счет.

В **Южной Корее** законодательство о ценных бумагах включает следующие положения:⁶⁴

“Если подписчик или покупатель ценных бумаг терпит ущерб, вызванный предоставлением эмитентом ложной информации в заявлении о регистрации или проспекте, упоминаемых в статье 12 (Article 12), или опущением существенной информации, которая должна была в них указываться, лицо, подпадающее под один из нижеследующих пунктов, несет ответственность за такой ущерб; при условии, однако, что данное положение не применяется по отношению к таким случаям, когда лицо, которое может быть ответственным за ущерб, доказало, что оно не могло знать об этом, несмотря на проявление должной внимательности, или когда подписчик или покупатель таких ценных

⁶⁴ Article 14, Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972 (as amended Jan. 5, 1994).

бумаг знал об этом на момент своего согласия подписаться или купить ценные бумаги:

- (1) податель соответствующего заявления о регистрации и лица, бывшие директорами на момент подачи заявления (учредители - в тех случаях, когда заявление о регистрации было подано до регистрации компании);
- (2) дипломированный публичный бухгалтер или оценщик, который своей подписью подтвердил или заверил, что информация в заявлении о регистрации или документах, приложенных к нему, является верной и правильной;
- (3) лицо, вступившее в договор с эмитентом об андеррайтинге ценных бумаг;
- (4) любое лицо, подготовившее или подавшее проспект”.

До проведения в Корее реформы системы регулирования финансового рынка в 90-х годах функции, обеспечивающие принудительное исполнение законодательства в области ценных бумаг, исполнялись в соответствии с порядком, изложенным ниже.

Извлечение из: Sang-Hyun Song, “Law and Policy of Securities Regulation in Korea”, Symposium: Securities Regulation in the APEC Countries, 4 PACIFIC RIM LAW & POLICY JOURNAL 757, 769-72 (1995).

“У. МЕРЫ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИЕ ПРИНУДИТЕЛЬНОЕ ИСПОЛНЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА В ОБЛАСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ.

А. Уголовная ответственность.

Лицо может подлежать уголовной ответственности, если оно не полностью соблюдает требования о раскрытии информации, предусмотренные законами о ценных бумагах, при предложении ценных бумаг к публичному размещению. Например, эмитент или андеррайтер, который делает незаконное предложение потенциальному инвестору до подачи заявления о регистрации, может понести уголовное наказание в виде тюремного заключения сроком до двух лет или штрафа на сумму 10 миллионов вон. Кроме этого, эмитент или андеррайтер, который распространяет ценные бумаги посредством вводящей в заблуждение информации или составленного с нарушениями заявления о регистрации или проспекта, может понести уголовное наказание в виде тюремного заключения сроком на один год и/или штрафа на 5 миллионов вон.

В. Гражданская ответственность.

Закон о ценных бумагах и биржах 1962 г. (Securities and Exchange Act of 1962) имеет лишь два положения, предусматривающих гражданскую ответственность в связи с распространением ценных бумаг: статьи (articles) 14 и 197. Статья 14 предусматривает гражданскую ответственность за неверную информацию или опущение какого-либо существенного факта в заявлении о регистрации или проспекте. Статья 197 предусматривает гражданскую ответственность аудитора, который нанес ущерб третьим сторонам в результате опущения существенного факта или предоставления ложной или вводящей в заблуждение информации в аудиторских заключениях, включенных в заявление о регистрации или проспекте.

В соответствии с Законом о ценных бумагах и биржах 1962 г. (Securities and Exchange Act of 1962) гражданской ответственности могут подлежать лишь следующие лица: (1) податель заявления о регистрации или любое другое лицо, подготовившее или подавшее проспект; (2) лица, бывшие директорами на момент подачи заявления о регистрации или учредители, если заявление о регистрации было подано до регистрации компании-эмитента; (3) дипломированный публичный бухгалтер или оценщик, подготовивший аудиторское заключение, включенное в заявление о регистрации; (4) андеррайтер или дилер, вступивший в договор с эмитентом об андеррайтинге. Закон о ценных бумагах и биржах 1962 г. (Securities and Exchange Act of 1962) не предусматривает гражданской ответственности в отношении лиц, осуществляющих вторичное размещение ценных бумаг, лиц, контролирующих эмитента, а также лиц, занимавшихся пособничеством и подстрекательством.

Любое лицо, подлежащее гражданской ответственности, имеет два способа защиты. Во-первых, если такое лицо сможет доказать, что оно не могло знать о какой-либо неверной информации или опущении информации даже при должной внимательности, то оно не будет признано ответственным. Во-вторых, такое лицо не будет признано ответственным, если оно сможет доказать, что покупатель соответствующих ценных бумаг знал о неверной информации или опущении информации на момент предложения о покупке ценных бумаг.

В гражданском иске, поданном в соответствии со статьей 14 или статьей 197 Закона о ценных бумагах и биржах 1962 г. (Securities and Exchange Act of 1962), покупатель ценных бумаг может получить возмещение убытков, понесенных в результате раскрытия неверной информации или опущения упоминания о существенном факте в заявлении о регистрации или проспекте. Убытки рассчитываются путем вычета рыночной цены ценных бумаг (или цены, по которой были проданы ценные бумаги) из цены, заплаченной покупателем. В соответствии со статьей 14 или статьей 197 Закона покупатель может подать иск в течение одного года с момента обнаружения неверной информации или опущения информации, либо трех лет с момента вступления в силу заявления о регистрации, в зависимости от того, какой срок наступил раньше.

С. Полномочия Комиссии по ценным бумагам и биржам Кореи (Korean Securities and Exchange Commission) по проведению расследований.

В соответствии со статьей 128 Закона о ценных бумагах и биржах 1962 г. (Securities and Exchange Act of 1962) Комиссия по ценным бумагам и биржам Кореи (Korean Securities and Exchange Commission) уполномочена проводить расследование в отношении любого лица, подозреваемого в нарушении законов о ценных бумагах, или если Комиссия считает это необходимым для защиты интересов общества или инвесторов. Для целей такого расследования Комиссия может затребовать от лица, являющегося объектом расследования, отчеты или документы и вызывать любое лицо в качестве свидетеля".

С апреля 1998 г. функции, обеспечивающие принудительное исполнение законодательства Кореи в области ценных бумаг, сосредоточены в мегарегуляторе – Комиссии по финансовому надзору (Financial Supervisory Commission, FSC), исполнительным органом которой является Служба по

финансовому надзору (Financial Supervisory Service, FSS), созданная в 1999 г.⁶⁵ В свою очередь, в подчинении Службы по финансовому надзору находится вновь созданная Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (Securities & Futures Commission, SFC), в функции которой входит надзор за рынками ценных бумаг и срочными рынками, расследование нарушений, которые на них возникают.

4.3. СПЕЦИФИКА ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ НА ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКАХ

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКОВ КАК ОБЪЕКТА ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Формирующиеся рынки, как объекты государственного регулирования, обладают рядом особенностей в сравнении с развитыми рынками:

-указанные рынки находятся на начальной стадии развития, низка их ликвидность и насыщенность ценными бумагами, упрощена продуктовая структура, сужен денежный спрос на ценные бумаги при более высоких рисках, волатильности и доходности в сравнении с рынками индустриальных стран;

-для этих рынков характерны сверхконцентрации в структуре собственности (капитализм “держателей крупных пакетов акций”), в распределении денежных ресурсов (очень высока доля финансовой столицы страны), в структуре рынка (сверхвысокая доля акций нескольких эмитентов и узкой группы брокеров – дилеров); эти рынки фрагментарны;

-формирующиеся рынки отличаются меньшей прозрачностью и степенью эффективности в сравнении с развитыми рынками индустриальных стран, большей распространенностью инсайдерской торговли, манипулирования и других нарушений честного и справедливого механизма ценообразования; в меньшей степени защищены инвесторы, неразвито массовое розничное инвестирование; рынки в существенной мере зависят от такого фактора, как образованность и экономическая культура населения; велика роль иностранных инвесторов;

-формирующиеся рынки, их развитие или, наоборот, деградация находятся под воздействием таких изменчивых в переходных и развивающихся экономиках факторов, как выбор социально – экономической модели устройства общества, политическая структура, социальная стабильность, степень открытости общества, религиозность;

⁶⁵ Financial Reform & Supervision in Korea. 2001. – Seoul: Financial Supervisory Commission, Financial Supervisory Service, 2001. – 40 p.

-влияние государства на формирующиеся рынки значительно выше, чем на развитых рынках индустриальных стран, выше регулятивная нагрузка, выше степень необходимой поддержки, в которой нуждается рынок, выше влияние перспективной и текущей макроэкономической политики (денежная, валютная, бюджетная, налоговая, процентная, инвестиционная политика, политика в области счета капитала, состояние управления государственным долгом и т.д.).

Все формирующиеся рынки, включая Россию, находятся в жесткой конкуренции друг с другом. Если исходить из того, что оборот организованного российского рынка акций будет составлять в ближайшие годы 30 – 35 млрд. долл., то, опираясь на данные Международной федерации фондовых бирж (FIBV), можно прогнозировать следующее место России в мировой иерархии фондовых рынков (см. *табл. 3*).

*Таблица 3**

**Место России в мировой иерархии фондовых рынков
(по показателю оборотов по сделкам с акциями)**

	Рынки акций (по данным за 1999 – 2000 гг.)		Число рынков	
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Разви- тых	Форми- ру- ющихся
Рынки акций, обороты которых превосходят российский рынок акций	Австралия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Сингапур, США, Сянган (Гонконг), Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Бразилия, Бермуды, Греция, Израиль, Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Мексика, Тайвань, Турция, Южная Африка	19	13
Российский рынок акций (оборот -30-35 млрд. долл.)				
Рынки акций, обороты которых меньше российского рынка акций	Австрия, Ирландия, Исландия, Люксембург, Мальта, Новая Зеландия	Азербайджан, Аргентина, Армения, Бангладеш, Барбадос, Бахрейн, Болгария, Ботсвана, Венгрия, Венесуэла, Гана, Египет, Зимбабве, Иордания, Иран, Казахстан, Кения, Кипр, Киргизия, Колумбия, Коста – Рика, Кувейт, Ливан, Латвия, Литва, Маврикий, Намибия, Нигерия, Пакистан, Панама, Парагвай, Польша,** Перу, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Таиланд,** Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чехия, Чили, Эстония, Югославия, Ямайка	6	47

* Рассчитано по данным FIBV Annual Report 1999, статистике Federation of European Stock Exchanges. В расчет приняты только организованные рынки, которые имеют учет оборотов по системе TSV или которые, даже по самым жестким оценкам, превосходят по объему российский рынок акций. Кроме того, использованы данные Federation of European Stock Exchanges о сделках, которые проходят через электронную книгу лимитных ордеров (закключаются централизованно, через торговую систему, в режиме TSV). Оценки распределения рынков являются только прогнозными, учитывая масштабные изменения в динамике отключных рынков, которые происходят ежегодно.

**Сопоставимы по размеру с российским рынком акций и при ускоренной динамике способны в 2002 –2003 гг. превысить его обороты.

**ОСОБЕННОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ НА
ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКАХ**

В базовом документе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг»⁶⁶ говорится, что «регулирование должно способствовать формированию капиталов в хозяйстве и экономическому росту». В нем определены три цели регулирования в этой области: а) защита инвесторов (против вводящих в заблуждение приемов торговли, манипулятивной, мошеннической и инсайдерской практики); б) справедливость, эффективность и прозрачность рынков (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к

⁶⁶ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Objectives and Principles of Securities Regulation”, September 1998.

информации, предупреждение нечестной торговой практики); в) сокращение системного риска (эффективное управление рисками в отрасли ценных бумаг).

Достижение этих целей на формирующихся рынках, таких как Россия, Бразилия, Китай, Аргентина, Индонезия, обладающих ярко выраженными специфическими чертами в качестве объекта регулирования, требует более активной роли государства в сравнении с тем, какой она сложилась в индустриальном мире.

Роль государства. Степень вмешательства государства на формирующихся рынках должна быть значительно выше, чем на развитых рынках ценных бумаг. На последних – государство работает в режиме корректировки процессов, оформления складывающейся рыночной практики, придания ей формы, которая бы содействовала сохранению честного и справедливого механизма ценообразования. Но и на рынках индустриальных стран в моменты фондовых кризисов или в периоды нарастающих инноваций используется стратегическое планирование, программирование будущего с тем, чтобы найти правильные ответы на вызовы, сохранить конкурентоспособность рынка. В эти моменты степень вмешательства государства в рыночные процессы нарастает.

Примерами могут быть послекризисное реструктурирование рынка ценных бумаг в США (1933 –34 гг.), масштабная перестройка фондового рынка в Великобритании (“Большой взрыв” в 1986 г.).

В начале 1970-х годов на рынке акций США возникли серьезные проблемы, связанные с быстрым ростом объемов и дроблением рынка, снижением его прозрачности, высокими издержками на совершение сделок. Ответом стал доклад Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США «Statement on the Future Structure of the Securities Markets» (1972), посвященный будущей структуре рынков ценных бумаг, в котором прогнозировались и предлагались необходимые изменения – создание системы национального рынка (National Market System). Эта система была затем создана.

В 1990-х годах быстрые технологические изменения, стремление сохранить первенство рынка акций США привели к появлению нового доклада Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США, цель которого – оценить тенденции развития рынка до 2000 г., определить, какой должна быть политика государства, направленная на помощь рынку⁶⁷. В итоге, вся деятельность Комиссии в этот период была заполнена инициативами, поддерживающими открытый и инновационный характер фондового рынка США.

Кризисы 1987 и 1997 гг. вели в США к оперативному расследованию причин и немедленным попыткам государства и профессионального сообщества предупредить новые падения рынка ценных бумаг. По замечанию Международной организации комиссий по ценным бумагам (International

⁶⁷ Market 2000. An Examination of Current Equity Market Developments.- Wash.: United States Securities and Exchange Commission, 1994.

Organization of Securities Commissions, IOSCO), относящемуся к регуляторам других рынков, «рыночные власти в некоторых юрисдикциях... вслед за турбулентностью предприняли усилия для... восстановления развития рынка капиталов на основе учреждения всесторонних планов с тем, чтобы вновь позиционировать себя в качестве ведущих финансовых центров в регионе».⁶⁸

Формирующиеся рынки постоянно находятся в состоянии высокой волатильности. Они нуждаются в развитии каждого своего компонента, в инвестициях в инфраструктуру рынков, в заполнении пустоты (рынки ранее отсутствовали) технологиями, финансовыми продуктами, квалифицированным персоналом, институтами рынка. Качественные характеристики этих рынков на начальных этапах значительно хуже, чем на рынках индустриальных стран (см. анализ выше). Каждый из формирующихся рынков должен еще пройти долгий путь к тому, чтобы стать более прозрачным и эффективным, чтобы механизм ценообразования в большей мере отвечал критериям честности и справедливости.

В этой связи неизбежно возникает потребность в «интервенционизме» государства, в том, чтобы его роль в процессе развития формирующихся рынков была более значимой, чем на рынках индустриальных стран. Вынужденный «дирижизм» государства на фондовом рынке неизбежен в период глубоких структурных преобразований.

Формы проявления «интервенционизма» государства на формирующихся рынках. В переходных и развивающихся экономиках государство обладает большими ресурсами, чем частный бизнес. «Самоформирование» рынка, не поддержанное государством, как показывает практика, связано с масштабными потерями и кризисами, медленными темпами развития, массовыми нарушениями прав инвесторов. В этой связи интервенционизм государства может проявляться в следующих формах:

-ускоренное создание регулятивной инфраструктуры и, на этой основе, перенос на рынок лучших обычаев и правил делового оборота из зарубежной практики - предписывание рынку, находящемуся на этапе становления, структуры финансовых продуктов, форм и технологий профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, правил организации фондового бизнеса, управления конфликтами интересов и рисками и т.д. В этом качестве государство должно выполнять функцию поддержки или даже инициирования финансовых инноваций;

-определение стратегии и программирование развития рынка, непосредственное участие в строительстве новых рынков и изменении архитектуры отрасли в тех элементах, которые создают повышенные системные риски; оказание финансовой поддержки в создании инфраструктуры рынка (торговой, регистраторской, информационной, расчетной, депозитарной и образовательной систем); разумный

⁶⁸ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). "Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets", November 1999 / 3.2.7. Disruption to market development.

протекционизм, позволяющий, с одной стороны, создать отечественную отрасль ценных бумаг, а с другой – использовать операционную способность иностранных инвестиционных институтов и фондовых рынков; формирование системы экономических стимулов, создающих интерес всех классов инвесторов к вложению средств в ценные бумаги, стимулы к развитию профессиональной деятельности брокерско-дилерских компаний и операционной способности рынков;

-демонстрация действенности надзора за честностью и справедливостью механизма ценообразования, неотвратимости санкций за нарушения прав инвесторов и, на этой основе, содействие во введении деловых обычаев и формировании общепринятой рыночной культуры и этики, обеспечивающей становление эффективного и справедливого рынка.

Проект **Программы развития рынка ценных бумаг России до 2010 г.** (проект, подготовленный специалистами ряда научных институтов и исследовательских подразделений) приведен в **приложении 1**. Программа направлена на усиление роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в реальный сектор, на реструктурирование отрасли ценных бумаг и снижение в ней рисков, на расширение конструктивной роли государства в строительстве фондового рынка и в стимулировании операций внутренних и иностранных инвесторов.

ЛОВУШКИ И МИФЫ, ПОДСТЕРЕГАЮЩИЕ ГОСУДАРСТВО В РЕГУЛИРОВАНИИ ФОРМИРУЮЩЕГОСЯ РЫНКА

Миф “самоформирования”. У формирующихся рынков нет сотен лет для того, чтобы создать эффективный, честный и справедливый рынок. В то же время, если официальной экономической идеологией в стране является либерализация экономики в максимально короткие сроки, неограниченное следование “невидимой руке рынка”, то высока вероятность того, что в финансовом секторе будет доминировать концепция “самоформирования” рынка, в рамках которой роль государства будет ограничена защитой прав инвесторов, раскрытием информации, созданием массивного объема правил и контролем за их исполнением. Опыт 1990-х годов в России показал, что концепция “самоформирования” рынка, которой придерживались государственные органы, регулировавшие рынок ценных бумаг, приводит к огромным значениям рыночного риска, к деформациям организации рынка, к невыполнению рынком своих базовых задач. У государства отсутствует сколько-нибудь продуманная, долгосрочная политика формирования рынка ценных бумаг.

Неправильно выбранная цель регулятора фондового рынка. Бóльший акцент в строительстве рынка ценных бумаг может делаться на создании регулятивной конструкции, “идеального рынка”, такого, каким он должен быть. В качестве образца часто принимают модель рынка акций США. При этом в центр деятельности государства ставится создание и постоянное наращивание регулятивной инфраструктуры, размеры которой начинают

превышать размеры рынка и способность государственного регулятора осуществлять надзор за рынком. Становятся слишком высоки регулятивные издержки. Не решаются реальные экономические проблемы рынка (например, уход торговой активности на зарубежные рынки, отсутствие эмиссий ценных бумаг для привлечения инвестиций в реальный сектор, чрезмерные размеры рынка государственных ценных бумаг в сравнении с корпоративными фондовыми ценностями, конфликты различных регуляторов, манипулируемость рынка и широкое распространение инсайдерской торговли, недостаточность или отсутствие налоговых стимулов для инвесторов, низкая капитализация и операционная способность брокерской отрасли и т.п.). После кризисов, которые на формирующихся рынках регулярны, может происходить постоянная подмена реальных усилий по восстановлению рынка (включая улучшение институциональных условий) формальным по духу утяжелением регулятивной инфраструктуры. Именно это и происходило в России в 1998 – 2000 годах.

Создание институциональных условий (регулятивная инфраструктура, надзор и принуждение к выполнению правил, раскрытие информации, защита прав собственности и т.д.) не является самоцелью государственного регулятора на формирующемся рынке ценных бумаг.

Его конечная цель, за которую он несет ответственность, - привлечение долгосрочных (портфельных и прямых, иностранных и отечественных) инвестиций в реальный сектор на модернизацию производства, что является ключевой задачей переходных и развивающихся экономик. Возможно вводить всё новые правила и санкции, осуществлять лицензирование, контроль, регулирование, аттестацию, приведение в соответствие, наказание. Всё это необходимо, но приобретает ценность, если только будет достигнут реальный результат от работы регулятора, который измеряется количеством привлеченных в страну и в инвестиции «длинных» денег, объемом рынков, их стабильностью, конкурентоспособностью, справедливым характером, целостностью, снижением волатильности.

Долгосрочные инвестиции не могут быть привлечены только на основе создания “институциональных” условий. Они должны подготавливаться реальным реструктурированием отрасли ценных бумаг, решением “материальных” проблем рынка (пример таких проблем рассмотрен выше) и устранением реальных, уже сложившихся диспропорций рынка. В конечном счете, они требуют “интервенции” регулятора, его совместной с профессиональным сообществом работы по реструктурированию рынка. Лишь небольшая или, точнее, производная часть этой работы заключается в создании “институциональных условий” и правил, в надзоре и принуждении к их выполнению.

Ошибки в выборе модели рынка ценных бумаг. Многие формирующиеся рынки пытаются воспроизвести модель рынка ценных бумаг США, как наиболее успешную. В результате, возникает существенное несовпадение между регулятивной инфраструктурой, настроенной на модель рынка капитала “с широким участием” (“broad-based capital market”) в рамках англо-американского «капитализма акционеров» («shareholder capitalism»), и реальностью формирующихся рынков, которые, развиваясь на базе переходных

и развивающихся экономик, имеют в своей основе «капитализм держателей крупных пакетов акций» (“stakeholder capitalism”).

Модель рынка ценных бумаг полностью определяется тем, какой будет рыночная система в той или иной переходной и развивающейся экономике. Выбор широк: англо-американская модель, «рейнский» капитализм германского образца, японская или шведская модели, закрытые исламские экономики, которые тоже являются рыночными. Главные различия между ними - в структуре собственности, в степени открытости и, как следствие, в том как, через какие финансовые инструменты и финансовые институты получает денежные средства хозяйство.

Чем более дробной, розничной является собственность, тем ближе рыночная система к англо-американскому капитализму, к рисковому финансированию экономического роста через акции, к подавленной роли долговых обязательств, к крайней диверсификации финансовых инструментов и институтов, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка. И, наоборот, чем более оптовой, состоящей из крупных кусков и контрольных пакетов является в стране структура акционерных капиталов, тем большую роль, как собственники предприятий, играют банки, тем более «долговой характер» носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники.

Так, доля корпоративных, оптовых инвесторов в структуре акционерных капиталов возрастает с 19.3% и 20.1% в США и Великобритании до 54.8% и 61.1% в Японии и Германии (1995 г.),⁶⁹ доля банков - с 0.2% и 2.3% в США и Великобритании до 13.3% и 10.3% в Японии и Германии. Соответственно этому усиливается долговой характер финансовых рынков, повышается роль прямых банковских кредитов и облигаций и падает насыщенность хозяйственного оборота акциями. Отношение массы внутренних долговых обязательств к капитализации биржевых фондовых рынков акций последовательно растет от 67.2% и 86.4% в США и Великобритании до 198.5% в Японии и 479% в Германии (1996 г.). Как следствие, масштабы несхожести финансово-банковских систем.

Такие глубокие различия рыночных и, как следствие, финансово-банковских систем, конечно, не случайны. Их корни лежат в национальных характерах, в способности населения принимать риски и действовать на индивидуальной основе, в экономических доктринах религий, в истории и финансовых источниках индустриализации XIX века (всё это отдельная тема).

Если обратиться к международной практике, то известно, что доминирование крупных собственников в акционерных капиталах является скорее правилом для всего мира (как в индустриальных, так и в развивающихся экономиках). Соответственно, повсеместно (кроме Северной Америки) преобладает долговая форма финансирования хозяйства. В 75% стран размеры внутренних долговых обязательств превышают объемы капитализации рынка акций (1997г., по выборке из 65 стран), примерно на 45-50% фондовых рынках

⁶⁹ Здесь и далее расчеты по: Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI - Factbook 2000 (Section 08.6-4); FIBV Annual Reports, IFC Emerging Stock Markets Factbooks, IMF – IFS, BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments.

облигаций больше, чем акций. В большинстве стран мира банки продолжают доминировать на финансовых рынках, являясь универсальными и оставаясь крупными акционерами хозяйства. Что касается индустриальных стран, то из более чем 30 развитых фондовых рынков примерно 40-45% рынки с «китайской стеной» между коммерческим и инвестиционным банковским делом, 40-45% смешанные рынки и 10-15% носят чисто банковский характер.

Общей является тенденция к конвергенции двух систем финансирования хозяйства. В Германии принимаются экстраординарные меры к развитию рынков акций, медленно повышается в акционерных капиталах доля населения и представляющих его интересы институциональных инвесторов. На универсальные банки и эмитентов накладывается регулирование, свойственное публичному рынку акций. С другой стороны, в США во всё большей мере с конца 1970-х годов банки осуществляют операции на рынке корпоративных ценных бумаг и возникает тенденция, в т.ч. правовая, к созданию универсальных финансовых холдингов, в которых как банки могут контролировать брокерские фирмы, так и брокеры могут учреждать и контролировать банки. Те же тенденции к созданию смешанных рынков наблюдаются во Франции, в Японии, Великобритании, Южной Корее и т.д.

Рыночная практика очень различная. Нельзя говорить, что только один из ее видов более прогрессивен. В 1980-х годах под впечатлением германских и японских успехов в США всерьез дискутировали, как перейти к капитализму «контрольных пакетов».

А.Шляйфер и Р.Вишны⁷⁰ отмечают, что «в большинстве других стран мира, включая преобладающую часть европейских стран... так же, как в Латинской Америке, Восточной Азии и Африке, корпорации в типичном случае имеют контролирующих собственников, которые часто являются основателями корпораций или их потомством», или - в немногих случаях - внешними инвесторами и банками. В большей части континентальной Европы акцент делается на крупных инвесторов и банки. В Италии крупные компании без государственного участия чаще всего контролируются семьями». «Во Франции перекрестное участие в акционерных капиталах и так называемые «основные инвесторы» являются обычной практикой... Крайне концентрированное участие в акционерных капиталах и доминирование контролирующих собственников являются, как это кажется, правилом для всего мира».

«Главная причина низкой капитализации рынка – это экономическая структура Австрии, для которой характерен высокий процент, даже по европейским стандартам, малых и средних компаний, имеющих биржевой листинг. Большое количество крупных компаний не имеют листинга, так как они находятся в собственности семьи или группы частных лиц, либо являются дочерними предприятиями иностранных компаний».⁷¹ Типичным для

⁷⁰ Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance.- US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Papers Series.- 1996.- P.P. 27-28, 49-51.

⁷¹ International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletter. - 2001. - № 100. – P. 9.

формирующихся рынков является то, что «значительная часть акций держится семьями - контролирующими акционерами и их ассоциированными лицами».⁷² Подтверждается этот анализ и данными, приведенными Б.Б.Рубцовым.⁷³

Опубликованная статистика собственности подтверждает выводы о том, что крупные пакеты акций повсеместно преобладают на формирующихся рынках, и отчасти – на рынках ценных бумаг индустриальных стран.

Средняя доля капитала, которой владеют три крупнейших акционера в 10 нефинансовых компаниях – резидентах, имеющих наибольшую капитализацию в данной стране, %		
Доли в капитале	Развитые рынки ценных бумаг	Формирующиеся рынки ценных бумаг
0 - 20	Великобритания, США, Япония	Тайвань
> 20 -30	Австралия, Швеция	Южная Корея
> 30 - 40	Ирландия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Финляндия, Франция	Индия, Нигерия, Пакистан
>40 - 50	Германия, Дания, Новая Зеландия, Сингапур, Швейцария	Таиланд, Чили
>50 - 60	Австрия, Бельгия, Гонконг, Испания, Италия, Португалия	Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Зимбабве, Израиль, Индонезия, Малайзия, Перу, Турция, Филиппины, Шри - Ланка, ЮАР
>60 - 70	Греция	Египет, Колумбия, Мексика
Итого	23 страны	22 страны

*Составлено по данным, приведенным в исследовании: La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei, Vishny Robert W. Law and Finance / Harvard University, University of Chicago (Table 7). Цит. по: Лосев С.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: международный опыт и российская практика / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – Приложение 7.

На 68% формирующихся рынков (15 из 22), рассмотренных выше, средняя доля капитала, которой владеют три крупнейших акционера в нефинансовых компаниях – резидентах, имеющих наибольшую капитализацию в данной стране, составляет выше 50%. Аналогично – на 30% развитых фондовых рынков таких компаний 7 из 23 (см. выше). Как следствие, ниже

⁷² The LGT Guide to World Equity Markets 1997. – L.: Euromoney Publications PLC. - 1997.- 550 p.

⁷³ В книге «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития» (Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000, С. 55) Б.Б. Рубцов отмечает следующее: «Американские экономисты La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. в ряде работ подвели своеобразный итог многочисленным исследованиям последних лет в этой области... Исследовав структуру собственности 540 крупнейших акционерных компаний 27 наиболее развитых стран мира (по 20 компаний из каждой) и опираясь на достаточно жесткий критерий контроля как обладания не менее чем 20% голосующих акций компании (напрямую или через другие компании), авторы пришли к выводу, что в 36% из них собственность распылена (widely-held), т.е. доминирующий собственник отсутствует, в 30% контроль принадлежит семье, в 18% контроль принадлежит государству и в остальных случаях контроль принадлежит корпоративным собственникам.

В то же время правда и то, что все 20 крупнейших компаний в Великобритании, 18 из 20 в Японии и 16 из 20 в США являются widely-held, в то время как таковых компаний просто не оказалось в Бельгии, Греции, Португалии, Австрии, Аргентине и Израиле.

При понижении планки критерия контроля до 10% “рассеянный” контроль наблюдался у 24% компаний, семейный в 35% случаев, государственный – в 20%. При этом в Великобритании 90% компаний являются widely-held, в США 80%, в Японии 50%.

Для средних по размеру фирм доля компаний, контролируемых семьями, составляет 45% (при критерии контроля в 20%), но в Англии и США преобладает “рассеянная собственность” (см.: La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership around the World. - US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Paper 6625. Cambridge, Mas. - June 1998; Shleifer A., Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance, 1997.- Vol. 52.).

будет показано, что большинство финансовых рынков мира, в отличие от англо-саксонской модели, должно иметь долговой характер.

Переходные экономики. В исследовании, проведенном в США в 1995-1997 годах,⁷⁴ делается вывод о том, что собственность имеет тенденцию быть экстремально концентрированной в переходных экономиках (на примере Венгрии, Польши, Чехии). Из исследованных 95 компаний в этих странах подавляющее большинство имели контролирующих акционеров, прежде всего, юридических лиц (*табл. 4*).

*Таблица 4**

Контролирующие акционеры в компаниях стран Восточной Европы

	Всего компаний, %	В т. ч. имеют основных акционеров (% от числа компаний)						
		Иностран-ные лица	Инвести-онные фонды	Нефинансо-вые компании	Государство	Менедж-мент	Население	Пер-сонал
Чехия	100	18.6	39.5	11.6	14.0	9.3	7.0	-
Венгрия	100	39.1	-	4.4	15.2	10.9	4.4	21.7
Польша	100	16.7	-	33.4	16.7	16.7	-	-
Средняя доля основного акционера в капитале, %								
Чехия	X	60	20	73	36	88	60	-
Венгрия	X	84	-	77	49	67	52	80
Польша	X	60	-	60	60	-	60	-

*Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. - N.Y.: New York University, 1997 - NYU Working Paper 9827 - 95 p.

Соответственно, ограниченными и замедленными в своем развитии являются и рынки ценных бумаг, прежде всего, акций. И в Чехии, и в Польше рынки долговых обязательств превосходят рынки акций, структура собственности препятствует формированию массового и розничного рынка ценных бумаг.

Схожие тенденции по концентрации собственности на акционерные капиталы, на создание их «кусковой» структуры, препятствующей формированию массового и ликвидного рынка акций, характерны и для **стран-членов СНГ**. Из данных Мирового банка⁷⁵ следует (*табл. 5*), что в этих странах в 1995-1997 гг. повышалась доля менеджеров как контролирующих собственников при снижении участия персонала в акционерной собственности на предприятия, доля розничных инвесторов крайне мала (хотя и несколько увеличилась в 1995-1997 гг.), присутствуют крупные корпоративные участия. По ряду стран значимость последних (особенно иностранных инвесторов) нарастает.

Таблица 5

Роль крупных акционеров в компаниях стран СНГ

	Доли в акционерных капиталах, %				
	Менеджеры	Персонал	Государство	Внешние	Розничные

⁷⁴ Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. - N.Y.: New York University.- NYU Working Paper 9827.- 1997.- 56 p.

⁷⁵ Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States.- Wash.: World Bank.- Policy Research Working Paper 2047.- 1999. - 24 p.

							отечественные инвесторы		иностраные инвесторы		инвесторы	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Грузия	41.5	53.6	9.4	10.4	41.0	23.3	4.9	8.0	1.0	2.2	2.0	2.2
Казахстан	23.1	29.4	10.7	8.2	34.8	16.1	23.6	30.2	4.4	6.8	3.4	9.3
Киргизия	28.1	34.4	38.3	36.4	12.4	5.6	16.8	18.9	2.2	2.3	2.2	2.4
Молдова	7.2	18.3	21.6	19.7	38.6	23.8	24.7	22.6	0.3	2.1	7.6	13.5
Украина	14.6	46.2	23.6	15.3	42.6	15.4	18.9	17.7	0.3	0.9	0.2	4.5
Справочно: Россия	25.4	36.3	26.0	23.3	23.5	14.7	23.4	21.5	1.6	3.8	0.1	0.4

Следствием стала **смешанная модель рынка ценных бумаг в этих странах**. Оптовая структура собственности, с преобладанием контролирующих акционеров, преимущественно долговая система финансирования, неразвитость финансового сектора, основанного в недалеком прошлом только на банках, ведут к тому, что на формирующихся рынках (emerging markets) банки должны иметь сильное влияние на рынки корпоративных ценных бумаг, составлять их основу либо непосредственно, либо через дочерние компании.

Что касается **России**, то известно, что структура собственности в России является оптовой (по оценке, не менее 60-70% акционерных капиталов собраны в крупные или контрольные пакеты, на мелком и неликвидном оптовом рынке обращается лишь незначительная часть акционерных капиталов, население отделено от организованных рынков акций). Образно говоря, вся промышленность в контрольных пакетах и крупных собственниках.

Как следствие, Россия - пример долговой экономики, в которой финансирование хозяйства основано на долговых обязательствах (а не акциях). Во времена наивысшего подъема рынка российских акций в 1996-97 гг. масса внутренних долговых обязательств в несколько раз превышала капитализацию рынка акций (при том, что оценки самой капитализации были завышенными, лишь незначительная часть акционерных капиталов была ликвидной).

В результате, попытка привить - в чистом виде- англо-американскую модель, которая основана на совсем иной, чем в России, структуре собственности и финансирования хозяйства, является искусственной. Россия ближе к капитализму «контрольных пакетов», к более упрощенному финансовому рынку, на котором доминируют банки и долги.

На практике ошибка в выборе модели рынка ценных бумаг, попытка копировать взятый за основу образец (например, рынок США в том виде, в каком он существовал до конца 1990-х годов) ведет к огромным непроизводительным затратам в процессе создания рынка, к неэффективному расходованию ресурсов на развитие фондового бизнеса, хотя объем таких ресурсов крайне ограничен.

Например, в российской практике в течение пяти лет продолжался острый конфликт между Банком России и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг по поводу роли банков на рынке корпоративных ценных бумаг. ФКЦБ России предпринимались значительные усилия по вытеснению коммерческих банков с этого рынка, как это предписывалось американской моделью. Создана двойная инфраструктура фондового рынка – параллельные торговые системы, саморегулируемые организации, депозитарные и расчетные системы, рассчитанные преимущественно на банки или, наоборот, на

брокерско-дилерские компании. Этот конфликт нанес значительный ущерб фондовому рынку, его способности устойчиво и успешно развиваться.

Отставание в инновациях и нескритичность к концепциям, переносимым с развитых рынков. Часто регулятивная инфраструктура формирующихся рынков отражает реалии и фундаментальные принципы, на которых были построены фондовые рынки в 1950-е – 90-е годы. Соответственно, она противоречит стремительному процессу изменений взглядов на устройство рынков ценных бумаг, который характерен для последних 5-7 лет. Часто формирующиеся рынки являются эклектичными благодаря услугам внешних консультантов, не обладающих международным опытом и, соответственно, предлагающих для использования концепции и практику конкретных стран, которые, сталкиваясь на одном и том же рынке, в одно и то же время отражают разный законодательный опыт и разные модели, лежащие в основе развитых фондовых рынков.

С другой стороны, тот опыт, который заимствуется на развитых рынках, часто оценивается нескритически с точки зрения той регулятивной нагрузки, которую он несет. Происходит автоматический перенос на почву формирующихся рынков любых форм и методов регулирования, по сути дела, копирование их без ответа на вопросы - своевременно ли это делается с точки зрения потребностей формирующегося рынка, не слишком ли высока регулятивная нагрузка, являются ли уже назревшими или надуманными те экономические проблемы, которые должны быть решены таким переносом? И, в конечном итоге, какие экономические последствия с точки зрения развития фондового рынка несет то или иное копирование форм и методов регулирования, принятых на развитых рынках?

Поэтому для формирующихся рынков важен вопрос о том, насколько инновационен регулятор фондового рынка, насколько он способен отказаться от догм, поддерживать потоком действий и правил те инновации, которыми пронизаны современные рынки ценных бумаг? И, с другой стороны, насколько он готов критически оценивать тот опыт и те технологии регулирования, которые переносятся на формирующиеся рынки, будучи заимствованными на развитых рынках ценных бумаг?

Например, для формирующихся рынков важен вопрос о том, способен ли регулятор фондового рынка отказаться от идеи разделения коммерческого и инвестиционного банковского дела и критически воспринять аргументацию, лежащую в ее основе? От требований в 1980-е годы быстрой (а не поэтапной) либерализации финансового сектора и счета капитала? От признания бирж только некоммерческими по существу образованиями? От запрещения для брокеров быть организаторами торговли (и, соответственно, создавать альтернативные торговые системы)? От обязательности финансовых посредников для входа инвесторов на рынок? От признания модели рынка США, существовавшей до конца 1990-х годов, единственно правильной и т.д.?

Важно, чтобы фондовые регуляторы на формирующихся рынках инициировали процесс изменений, поддерживали развитие новой рыночной практики. Или хотя бы следовали за изменениями, не запрещая их, но вводя в русло эффективного, целостного и справедливого рынка. Чтобы в этом новом

своим качестве они разделили ту точку зрения на роль комиссий по ценным бумагам в инновациях и запуске новых технологий, которая выражена председателем Комиссии по ценным бумагам и биржам США Артуром Левитом: «Мы надеемся, что в будущем мы не будем смотреть на это время как на упущенную возможность, как на стремление, которому не суждено было быть реализованным, как на вызов, который не был принят... Только через подключение изменений, отказываясь от создания непреодолимых препятствий, через соединение инноваций и конкуренции мы будем гарантировать нашим инвесторам, нашей экономике и нашему народу наиболее успешные в мире рынки капиталов».⁷⁶

Неосторожность во вводе на рынок новых концепций и идей, изменяющих архитектуру рынка. Формирующиеся рынки существуют в динамичной атмосфере перемен, в экономиках, ощущающих большее присутствие государства в сравнении с индустриальным миром. Всё это вызывает конфликтность интересов ведомств, их субъективность в стремлении внести новации и идеи, позволяющие усилить их позиции на рынке в качестве регулятора. В этой связи новые концепции, затрагивающие основы архитектуры рынка, могут возникать спонтанно, продвигаться на рынок с настойчивостью при недостаточной обоснованности аргументов. При этом на формирующихся рынках часто отсутствуют процедуры обсуждения и апробирования новых концепций в профессиональном сообществе, которые характерны для развитых рынков.

Соответственно, важно, чтобы регуляторы, действующие на формирующихся рынках, осторожно подходили к тому, как на рынке ценных бумаг (как и на любом другом рынке) должны приниматься решения и концепции, способные изменить само лицо рынка, его базовые принципы и конструкции или даже - при непродуманном и нерасчетливом введении вызвать шоковые потрясения.

На многих рынках (лучший пример – финансовые регуляторы в США, международные ассоциации и рабочие группы) принятие решений, подобных по масштабу предлагаемым, чаще всего связано с очень тщательным и взвешенным подходом, выбором моментов для объявления новых концепций, обсуждением вариантов последствий для макроэкономики и рынка (см., например, материалы дискуссий в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, Федеральной резервной системе, Международной организации комиссий по ценным бумагам, Базельского комитета и др.). Принято создавать рабочие группы (task forces), состоящие из представителей операторов рынка, финансового регулятора и независимых ученых, осуществлять и публиковать предварительные исследования, обзоры лучшей практики, открывать широкое публичное обсуждение концепций и проектов, делать доступной и публично раскрывать информацию по всем мнениям и отзывам, двигаться достаточно медленно и осторожно (1-3 года), руководствуясь принципом «не навреди».

⁷⁶ Levitt Arthur. Dynamic Markets, Timeless Principles. Speech by SEC Chairman in Columbia Law School, New York, N.Y. - September 23, 1999.

В этой связи и с учетом огромных диспропорций, которыми насыщены формирующиеся рынки, важно, чтобы осторожность, обоснованность и просчитанность с точки зрения последствий, своевременность в объявлении, механизм целевых рабочих групп, публичность дискуссии (которая уже становится обычаем на российском фондовом рынке) – все эти черты введения новых идей и концепций на рынок стали бы общепринятыми обычаями делового оборота и правилом для финансовых регуляторов и ассоциаций участников фондового рынка.

Важно, чтобы аргументация учитывала подходы, применяемые на различных развитых и формирующихся рынках (в том числе смешанных и построенных на германской модели), а также международную практику (стандарты, отчеты, исследования IOSCO, ISSA, FIBV, BIS, Basle Committee, G-30, IFC, World Bank, IMF, ISMA, IIF, IASC, Financial Stability Forum, директивы European Union), которые охватывают ключевые области рынка ценных бумаг.

В частности, с учетом для формирующихся рынков Европы, в т.ч. для России, объемной задачей станет гармонизация европейского и российского законодательства в области рынка ценных бумаг. Ключевым моментом является учет опыта кризисов 1997-1998 гг., внимание к тем дискуссиям и обобщениям в области реструктурирования финансовых рынков и строительства новой глобальной финансовой архитектуры, которые ведутся после кризисов 1997- 98 гг.

Недостаточная операционная способность, излишняя централизация. Для формирующихся рынков характерны недостаточная операционная способность регуляторов рынков ценных бумаг, низкая заработная плата персонала, его недостаточная квалификация, ограниченные размеры штата, неустойчивость кадрового состава при том, что лучшие сотрудники “вымываются” из штата, переходя на работу в коммерческие организации с лучшими условиями оплаты труда. Часто комиссии по ценным бумагам являются второстепенными государственными ведомствами, учитывая то, что на формирующихся рынках, для которых характерно расширенное участие государства в экономике, основной поток денежных ресурсов идет через центральный банк, министерство финансов и банковскую систему. Кроме того, на формирующихся рынках в силу огосударствленности переходных и развивающихся экономик, неэффективности государственного аппарата может существовать тенденция к излишней централизации функций в штаб-квартирах комиссий по ценным бумагам, созданию чрезмерных информационных потоков и организационных структур, не нацеленных на развитие и инновации.

В этой связи возникает разрыв между попытками комиссий по ценным бумагам скопировать регулятивную структуру и массив правил, свойственные развитым рынкам индустриальных стран, перенести весь присущий им объем регулирования на национальные рынки, и недостаточной операционной способностью поддерживать поток решений, вызываемых этой регулятивной структурой, а также осуществлять надзор за их исполнением.

ГЛАВА 5. РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ

ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ

Для вовлечения в процесс размещения средств инвесторов всех уровней подготовленности, дохода, образования и опыта, им необходимо оказывать помощь в понимании и оценке раскрываемой информации, независимо от того, насколько полной и правдивой она является. Инвесторы нуждаются в содействии лиц, обладающих навыками, необходимыми для понимания сути имеющейся информации. Даже самым образованным и опытным людям может потребоваться помощь профессиональных аналитиков и консультантов, когда речь заходит об инвестировании в акции.

Акции - "товар непростой", связанный со сложными имущественными отношениями. В отличие от имущества материального - автомобиля или стула - об акции нельзя судить на основе утилитарной или эстетической ценности; на ней нельзя прокатиться или посидеть, чтобы ее испытать. Она представляет собой право участвовать в **будущем** успехе компании, но никто из нас не знает, как предсказать будущее. Для оценки сложной финансовой информации, даже при ее раскрытии в самом развернутом виде, необходимы специальные знания и навыки. Как, например, оценить уровень компетенции и эффективности руководства компании?

Однако и после того, как информация истолкована, для реализации решения об инвестировании вновь необходима помощь профессиональных посредников. Инвесторы находят продавцов или покупателей ценных бумаг через профессиональных брокеров. Поэтому для развития рынка капитала «с широким участием» (broad-based capital market) крайне важно наличие квалифицированных и ответственных профессионалов, которые могут оказать помощь и услуги, необходимые подавляющему большинству публичных инвесторов.

В то же время следует помнить бытующую на Уолл-Стрит поговорку: "Ценные бумаги продаются, а не покупаются", что означает, что сбытом ценных бумаг необходимо заниматься активно для того, чтобы заинтересовать инвесторов в их покупке. Кроме того, профессиональные посредники нужны продающей стороне на рынке капитала, т.е. их услуги необходимы не только инвесторам, но и компаниям - эмитентам, желающим привлечь капитал через открытую продажу ценных бумаг. Эффективность работы таких посредников имеет критически важное значение для функционирования открытого рынка капитала. Новые компании с новыми идеями, новой продукцией и услугами также должны полагаться на профессионалов, знающих, как сбывать их ценные бумаги для получения капитала, необходимого для разработки и коммерческого использования этих идей.

5.1. ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ ПОСРЕДНИКИ: КТО ОНИ И ЧТО ОНИ ДЕЛАЮТ

Хотя конкретные обязанности профессиональных посредников, обслуживающих рынок капитала, в разных странах могут быть различными, существует ряд основных функций, одинаковых для всех посредников.

Брокеры (brokers) выступают в роли агентов, покупающих и продающих ценные бумаги для клиентов. У подавляющего большинства инвесторов нет ни времени, ни опыта, чтобы лично искать на рынке покупателя или продавца ценных бумаг для заключения сделки. Вместо этого они обращаются к профессионалам, которые представляют их на рынке. Этими профессионалами являются брокеры по операциям с ценными бумагами. Они находят продавцов или покупателей для своих клиентов с тем, чтобы их клиенты могли продать или купить ценные бумаги.

Таким образом, брокер - посредник между клиентом и встречным продавцом/покупателем ценной бумаги. Клиент входит на рынок ценных бумаг через брокера. На практике это приводит к тому, что клиенты не могут непосредственно работать на крупных организованных рынках ценных бумаг, им это запрещено, они могут это делать только через брокера. Соответственно, сделки с ценными бумагами на таких рынках заключаются не напрямую между клиентами, а между брокерами.

Брокерская деятельность основана на договорах комиссии или поручения, выдаче доверенности. Сравнительная характеристика операций брокера на этих основаниях приведена в *табл. 6*.

Таблица 6

Правовая основа работы брокера: сравнительный анализ

Критерий сравнения	Договор комиссии	Договор поручения	Доверенность
Сторона, которой является брокер	Комиссионер	Поверенный	Представитель
Сторона, которой является клиент	Комитент	Доверитель	Представляемое лицо
Содержание договора	Совершить сделку с ценными бумагами: - за счет клиента, - в интересах клиента, - от имени брокера	Совершить сделку с ценными бумагами: - за счет клиента, - в интересах клиента, - от имени клиента	Совершить сделку с ценными бумагами: - за счет клиента - в интересах клиента - от имени клиента (представляемого лица)
Оплата услуг брокера	Комиссионное вознаграждение	Вознаграждение, определяемое на договорных условиях	Вознаграждение, определяемое на договорных условиях
Обязанности брокера	Совершить сделку на наиболее выгодных условиях.		

Брокер также хранит деньги клиентов, предназначенные для вложения в ценные бумаги или полученные от их продажи (это схоже с открытием и ведением денежных счетов клиентов в коммерческих банках).

Дилеры (dealers) торгуют ценными бумагами за свой счет как основные участники сделок. У дилеров на рынке ценных бумаг две основные функции: сглаживать несоответствия спроса и предложения на ценные бумаги во времени и обеспечивать непрерывность установления цены. Говоря о первой функции, необходимо отметить, что покупатели и продавцы не всегда появляются на рынке в одно и то же время. В результате этого брокер, представляющий клиента, желающего продать ценные бумаги, должен был бы подождать, пока не появится другой брокер, представляющий клиента, который желает купить эти же ценные бумаги. На многих рынках мира это как раз и происходит, но для продающего брокера это крайне неэффективно. Поэтому на некоторых рынках профессионалы вынуждены покупать и продавать ценные бумаги за свой счет незамедлительно, и брокер может продать ценные бумаги дилеру сразу же по получении приказа. Затем, когда на рынке появляется брокер, представляющий покупателя на эти ценные бумаги, он также может обратиться к дилеру для того, чтобы немедленно купить у него ценные бумаги.

Во втором случае дилеры делают прибыль, обеспечивая непрерывность формирования цен: они покупают по цене несколько меньшей той, за которую продают. Пока разница между ценой покупки и ценой продажи незначительна, покупатели и продавцы не избегают заключения сделок по дилерским ценам покупки и продажи. Дилер заинтересован в сохранении минимальной разницы между ценой покупки и ценой продажи, чтобы сделка с ним не становилась непривлекательной для инвестора. Например, если акции компании "IBM", являющиеся предметом активной торговли, покупались бы дилером за 120, а предлагались к продаже за 140, у покупателей и продавцов оставалось бы множество возможностей предлагать сделки по ценам между 120 и 140, и никто не захотел бы иметь дело с дилером. Зачастую на рынке акций одной и той же компании могут существовать конкурирующие друг с другом дилеры.

Если бы дилеров не было, цена подвергалась бы перепадам. Предположим, например, что компания XYZ продавала на прошлой неделе свои акции по 10 и 11. У г-на S., имеющего 100 акций компании XYZ, появляется срочная потребность в наличности. Остро нуждаясь в деньгах, г-н S. продает свои акции компании XYZ по 8, как только начинаются торги. Вскоре после этого г-н В., считая акции XYZ очень хорошей инвестицией по цене $10 \frac{1}{2}$, дает приказ брокеру купить 100 акций по цене $10 \frac{1}{2}$. Брокер г-на В. сразу же находит продавца, желающего продать 100 акций X по $10 \frac{1}{2}$. Таким образом, состоялись две следовавшие друг за другом сделки со 100 акциями XYZ, проданных/купленных за 8 и сразу же проданных/купленных за $10 \frac{1}{2}$. Ничего с акциями компании XYZ за это время не произошло, однако цена ее акций на рынке изменилась на 25% за одно утро. Такой рынок не является эффективным.

Дилер, например, мог бы купить у г-на А. по 10 и продать г-ну В. по $10 \frac{1}{2}$, тем самым делая $\frac{1}{2}$ с каждой акции. Это обеспечило бы последовательность и непрерывность цены на рынке, что отвечает интересам как дилеров, так и инвесторов, брокеры которых покупают и продают акции от их имени через дилера. При этом дилер получил бы прибыль размером в $\frac{1}{2}$ с акции, которая иногда называется "долей джоббера".

Андеррайтеры (underwriters) размещают ценные бумаги для компаний (эмитентов) на первичном рынке, а также обычно занимаются поддержкой рынка ценных бумаг эмитента после того, как они были проданы (операции на вторичном рынке). В некоторых странах андеррайтер гарантирует, что все ценные бумаги компании будут проданы, и покупает за свой счет нереализованную часть выпуска ценных бумаг, который он обязался продать. Это называется "строгим андеррайтингом". В других странах андеррайтер может обязаться лишь приложить все усилия для продажи ценных бумаг эмитента (андеррайтинг «на базе лучших усилий»). Андеррайтер также может выкупить у эмитента все ценные бумаги и затем сам продавать их (андеррайтинг «на базе твердых обязательств»).

Функции андеррайтера, повсеместно принятые в международной практике, отражены в следующей схеме:

Подготовка эмиссии	Распределение	Послерыночная поддержка	Аналитическая и исследовательская поддержка
содействие в реорганизации компаний	выкуп части или всей суммы эмиссии	поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке (обычно в течение года)	контроль динамики курса ценной бумаги и факторов, на него влияющих
конструирование эмиссий совместно с эмитентом, юридическими фирмами, инвестиционными консультантами	прямое распределение эмиссии (продажа непосредственно инвесторам)		
оценивание эмитента	продажа через эмиссионный синдикат		
оценивание эмитируемых ценных бумаг	гарантирование рисков		
установление связей между эмитентом и ключевыми инвесторами, членами синдиката по распространению ценных бумаг	поддержка курса ценной бумаги на вторичном рынке в период первичного размещения		

Маркет-мейкеры (market-makers) заключают сделки за свой счет, как и дилеры, но несут и дополнительную ответственность за обеспечение ликвидности рынка конкретной ценной бумаги. Нередко андеррайтер, продающий новый выпуск предложенных к открытой продаже акций компании, после его реализации выступает в качестве маркет-мейкера. Рынок после реализации выпуска называется "вторичным".

Например, предположим, что компания XYZ решила мобилизовать капитал на сумму 10 миллионов, предложив свои акции к публичному размещению. Компания XYZ нанимает андеррайтера как гаранта эмиссии для размещения акций на открытом рынке. XYZ и андеррайтер подписывают договор об андеррайтинге, в соответствии с которым андеррайтер обязуется приложить "все лучшие усилия" для продажи 1 миллиона акций по 10 за каждую, чтобы получить 10 миллионов. После регистрации акций в Комиссии по ценным бумагам и биржам соответствующей страны акции предлагаются к публичному размещению. Размещение проходит успешно, и все акции покупаются инвесторами.

Однако в это время г-н Р., недавно совершивший покупку этих акций, видит, что его положение изменилось, и акции необходимо продать.

Практически все, кто хотели купить акции по 10, смогли купить их у андеррайтера в ходе публичного размещения. В результате г-ну Р. трудно будет найти кого-либо, кто пожелал бы платить по 10 за акцию. Если г-ну Р. не удастся легко продать свои акции, андеррайтеру будет очень трудно когда-либо вновь заинтересовать Р. в покупке у него акций. Если бы Р. предложил акции по 5, то другие инвесторы, купившие акции по 10, были бы очень недовольны, считая, что они переплатили. Ни та, ни другая ситуация не выгодна для данного андеррайтера (да и для любого другого андеррайтера). Для того, чтобы поддержать цену до тех пор, пока инвесторы не начнут активную торговлю, а также для того, чтобы сохранить доверие людей, которым он только что продал акции, андеррайтер неизбежно становится маркет-мейкером на вторичном рынке после публичного размещения выпуска акций. Тем самым андеррайтер выступает в качестве дилера, готового покупать и продавать акции компании XYZ по цене, близкой к цене первичного публичного размещения, т.е. к 10.

Инвестиционные консультанты (investment advisers) дают профессиональные консультации клиентам за плату. Брокеры также могут консультировать своих клиентов, являясь их агентами в связи с предоставлением услуг по покупке или продаже ценных бумаг.

Инвестиционные менеджеры (investment managers) принимают решения об инвестировании за других и обычно обязуются выполнять эти решения либо через брокера, либо сами, выступая в качестве брокеров. Практика и требования в отношении того, могут ли инвестиционные менеджеры быть также брокерами и наоборот, могут быть различными. Портфель ценных бумаг, по которому инвестиционные менеджеры принимают решения, может включать инвестиции отдельного лица, группы лиц (включая совместные фонды) или организаций, например, пенсионного фонда либо страховой компании.

Термин "**инвестиционная компания**" (investment company) в различных странах неоднозначен. В некоторых странах он относится к посредникам, которые объединяют вместе самые различные инвестиции. В таких случаях "инвестиционный менеджер" управляет "инвестиционной компанией" - организацией, в которой находятся эти инвестиции. В других странах термин "инвестиционная компания" означает то, что в Великобритании и США называется "торговым банком" (mercant bank) или "инвестиционным банком" (investment bank). В этом случае инвестиционные компании являются (i) инвесторами, вложившими средства в другие компании и/или (ii) финансовыми посредниками, которые сводят вместе лиц, нуждающихся в капитале, с лицами, имеющими капитал для инвестирования. Выступая в последнем качестве, инвестиционные компании являются андеррайтерами выпусков ценных бумаг эмитентов.

В **Европейском Союзе**, например, используется термин "инвестиционная фирма" (investment firm), который означает «любое юридическое лицо, обычным занятием или делом которого является предоставление

инвестиционных услуг третьим сторонам на профессиональной основе».⁷⁷ Конкретные услуги, считающиеся "инвестиционными", приводятся в приложении к Директиве ЕС.

В разделе 4 Закона **Таиланда** о ценных бумагах и биржах 1992 г. (Securities and Exchange Act of Thailand (1992), Section 4 "профессиональная деятельность в области ценных бумаг" означает следующее:

- брокерские операции с ценными бумагами; - дилерские операции с ценными бумагами;
- инвестиционные консультативные услуги;
- андеррайтинг ценных бумаг;
- управление паевыми инвестиционными фондами;
- управление частными фондами;
- другие операции с ценными бумагами, определенные министром по рекомендации SEC.

В **США** Закон об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) содержит определения различных профессиональных участников рынка. Например, в разделе 15с (Section 15с) указывается, что:

«(4) Термин "брокер" означает любое лицо, занимающееся на профессиональной основе заключением сделок с ценными бумагами за счет и по поручению других, за исключением банков.

(5) Термин "дилер" означает любое лицо, занимающееся на профессиональной основе покупкой и продажей ценных бумаг за свой счет и от своего имени через брокера или другим способом, за исключением банков или лиц, приобретающих ценные бумаги за свой счет либо индивидуально, либо в каком-либо фидуциарном качестве, но не делающих это на профессиональной и регулярной основе.

(19) Термины "инвестиционная компания", "аффилированное лицо", "страховая компания", "отдельный счет" и "компания" имеют те же значения, что и в Законе об инвестиционных компаниях 1940 г. (Investment Company Act of 1940).

(20) Термины "инвестиционный консультант" и "андеррайтер" имеют те же значения, что и в Законе об инвестиционных консультантах 1940 г. (Investment Advisers Act of 1940).

(38) Термин "маркет-мейкер" означает любого специалиста, имеющего разрешение работать дилером, любого дилера, действующего в качестве лица, занимающего позицию на рынке блоков ценных бумаг, или любого дилера, который в отношении какой-либо ценной бумаги представляет себя (вводя котировки в междилеровскую систему связи или каким-либо другим способом) как лицо, желающее покупать и продавать эту ценную бумагу за свой счет на регулярной или непрерывной основе».

⁷⁷ O.J. No. L 141, pp.0027-0046 (May 10, 1993).

В законодательстве **Чехии** "инвестиционные компании" определяются как "юридические лица, аккумулирующие финансовые средства (других) ... с целью использования их для участия в капитале предприятий в соответствии с настоящим законом (совместные инвестиции)".

В **России** до 1996 г. термин «инвестиционные компании» использовался в качестве синонима брокерско-дилерской компании. После принятия закона «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями) этот термин используется лишь в деловом обороте или же он остался в фирменных наименованиях брокерско-дилерских компаний, созданных до 1996 г. В российском законе «О рынке ценных бумаг» указывается, что:

-брокер – это профессиональный участник рынка ценных бумаг, занимающийся брокерской деятельностью. Брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии;

- дилер – это профессиональный участник рынка ценных бумаг, занимающийся дилерской деятельностью. Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам;

-управляющий - это профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительное управление переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц: ценными бумагами; денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги; денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами;

В Федеральном законе РФ от 29 ноября 2001 г. № 159-ФЗ «Об инвестиционных фондах» определено, что **инвестиционный фонд** - находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются **управляющей компанией** исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления.

Какими бы ни были определения и конкретные функции профессионалов в разных странах, посредники необходимы для оказания помощи публичным инвесторам путем предоставления различных услуг. Помимо требований конкретных навыков, необходимых для выполнения описанных выше функций, существуют критерии общего характера и добросовестности. Как отмечалось в специальном исследовании рынков ценных бумаг США, разнообразные функции, выполняемые профессионалами рынка, предполагают

обязательства перед клиентами, которые иногда могут вступать в противоречие с их личными деловыми интересами или их обязательствами по отношению к другим клиентам.⁷⁸ Могут ли некоторые функции, рассмотренные выше, быть взаимно несовместимыми? И какие функции, наоборот, совместимы друг с другом?

5.2. ОБЕСПЕЧЕНИЕ КОМПЕТЕНТНОСТИ И ДОБРОСОВЕСТНОСТИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ

Может ли любой желающий стать брокером, дилером, консультантом или другим профессиональным посредником на рынке ценных бумаг? Или доступ к этой деятельности должен ограничиваться определенными условиями? Единой точки зрения здесь нет. Даже в тех странах, где эта сфера деятельности открыта для всех, необходимо осуществлять надлежащий надзор за работой профессионалов-посредников с тем, чтобы они ответственно подходили к выполнению своих функций. В таких случаях требуются четкие стандарты поведения, и надзорный орган должен принимать решительные и оперативные меры в отношении нарушителей таких стандартов. Там, где доступ к этой деятельности ограничен, условия доступа должны определяться выполняемыми функциями и общественными интересами.

В США, например, до 1964 г. Закон об обращении ценных бумаг (Securities Exchange Act) не содержал требований к брокерам или дилерам. В 1963 г. в докладе по результатам специального исследования рынков ценных бумаг в США, затребованном Конгрессом США, отмечалось:

“Основополагающий подход, использованный разработчиками Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), требующего федеральной регистрации брокеров-дилеров, состоял в предоставлении свободного и неограниченного доступа к работе с ценными бумагами для любого лица, против которого Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission) не предпринимала действий и который не нарушал законов о ценных бумагах. Для того, чтобы заниматься операциями с ценными бумагами, брокер-дилер должен лишь соблюсти формальность регистрации в Комиссии».⁷⁹

По сей день не существует критериев пригодности для работы андеррайтером или инвестиционным консультантом. Для этих профессий не требуется демонстрировать какие-либо определенные навыки или иметь определенные свойства. В США андеррайтер действует как брокер-дилер и поэтому должен отвечать требованиям, предъявляемым к брокеру-дилеру, а отдельных критериев по отношению к андеррайтеру нет. Лишь в 1996 г. Конгресс США принял закон, согласно которому лица, имеющие судимость, не могут работать инвестиционными консультантами.⁸⁰

⁷⁸ REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF THE SECURITIES MARKETS, House Doc. No. 95, Pt. 1, 88th Cong., 1st sess. (1963) pp. 240-42.

⁷⁹ Ibid, p.48.

⁸⁰ PL 104-290, § 305, October 11, 1996, 110 Stat 3439, codified at 15 U.S.C. §80b-3 (e) (3).

Правила, предусмотренные ранее действовавшим законом **Великобритании** о предотвращении мошенничества (в области инвестиций) (British Prevention of Fraud (Investments) Act), требовали лишь того, чтобы податель заявления на получение лицензии джоббера или брокера предоставил характеристику от менеджера банка, члена фондовой биржи и юриста.⁸¹ В Законе **Сингапура** о бизнесе с ценными бумагами (Singapore Securities Industries Act) говорится, что лицензия предоставляется, "если после рассмотрения заявления [у регулятивного органа] нет оснований полагать, что заявитель не будет выполнять функции [связанные с операциями с ценными бумагами] эффективно, честно и справедливо..." (Раздел 30 (Section 30)).

В **Израиле**, как представляется, в законах не содержится требований о выдаче лицензий брокерам, андеррайтерам, инвестиционным консультантам, менеджерам портфелей ценных бумаг или другим профессиональным посредникам. Причина этого заключается в том, что большинство операций с ценными бумагами в Израиле проводится коммерческими банками, а за коммерческими банками осуществляется строгий надзор со стороны центрального банка.

Извлечение из: M.Heth, ISRAELI BUSINESS LAW: AN ESSENTIAL GUIDE (Copyright (c) 1996, Kluwer Law International (from Lexis) 32.11 BROKERS, INVESTMENT ADVISORS AND PORTFOLIO MANAGERS.

«Законодательство о ценных бумагах **Израиля** предусматривает выдачу лицензий для фондовых бирж и регулирует их деятельность... Закон не предусматривает выдачи лицензий для брокеров и других участников рынка: андеррайтеров, инвестиционных консультантов и менеджеров портфелей ценных бумаг, а также контроля за их деятельностью... Вероятная причина этого состоит в том, что основная часть операций с ценными бумагами в Израиле в течение многих лет осуществлялась коммерческими банками, которые строго контролируются Банком Израиля»...

Европейский Союз в 1993 г. принял директиву, требующую, чтобы государства-члены ввели правила допуска к данному виду деятельности для фирм, специализирующихся в области операций с ценными бумагами (инвестиционных фирм). Совет ЕС решил, что фирмы, предоставляющие инвестиционные услуги (определенные в Директиве), "должны получать разрешение от своих государств-членов в целях защиты интересов инвесторов и стабильности финансовой системы...". Для допуска фирмы к профессиональным операциям на рынке ценных бумаг Директива 93/22/ЕЭС⁸² требует от государств - членов установления того, чтобы инвестиционная фирма (а) имела "достаточный первоначальный капитал" (в соответствии со стандартами, установленными ЕС в другой директиве)⁸³ и чтобы (b) "лица, которые фактически руководят работой инвестиционной фирмы, имели достаточно хорошую репутацию и опыт".

⁸¹ L.Loss, SECURITIES REGULATION 1358-59 n.268 (2nd ed. 1961).

⁸² O.J. No. L 141, pp. 0027-0046 (May 10, 1993).

⁸³ Directive 93 / 6 / EEC.

До 1965 г. японские законы не имели ограничений на предоставление лицензий профессионалам, работающим с ценными бумагами. Однако в 1965 г. **Япония** пересмотрела свой Закон о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Law) и включила требование о необходимости приобретения отдельных лицензий для брокеров, дилеров и андеррайтеров. Причины этого изменения разъясняются в следующем отрывке из статьи, включенной в Stanford Law Review Стэнфордского университета.

Извлечение из: Curtis J. Milhaupt, "Managing The Market: The Ministry of Finance And Securities Regulation in Japan", 30 STANFORD JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 423, 449-452 (1994).

«Вехой в формировании взаимоотношений [Министерства финансов Японии] с рынком ценных бумаг стало принятие в 1965 г. системы выдачи лицензий компаниям, профессионально работающим в бизнесе ценных бумаг, что было вызвано финансовым кризисом в индустрии фондового рынка. Последствия системы лицензирования для японского рынка ценных бумаг и регулирования отрасли ценных бумаг Министерством финансов трудно переоценить. Система лицензирования, призванная первоначально обеспечить разумную финансовую и коммерческую практику в отрасли ценных бумаг, сформировала защитную функцию регулирования со стороны Министерства финансов и способствовала созданию такого режима регулирования, в котором неформальный подход и мониторинг рынка доминируют над формальными правилами и судебными мерами. Неудивительно, что введение системы лицензирования стало одной из основных тем обсуждения после скандалов с ценными бумагами.

Принятый в 1948 г. Закон Японии о ценных бумагах и биржах (Japanese Securities and Exchange Law, SEL) предусматривал ориентированную на американскую модель систему регистрации брокерско-дилерских компаний. За небольшими исключениями, этот закон позволял любому лицу, подавшему заявление о регистрации в Комиссию по ценным бумагам и биржам Японии (Japanese Securities and Exchange Commission), заниматься операциями с ценными бумагами. После принятия такой системы в 1949 г. количество брокерско-дилерских компаний возросло до более чем 1100. Однако спад на рынке ценных бумаг в начале 1960-х годов серьезно подорвал финансовое здоровье инвестиционного сектора, включая компании Большой четверки, которые понесли убытки на миллиарды иен. И без того тяжелое положение усугубила практика, известная под названием unyo azukari: брокерско – дилерские компании платили определенную сумму своим клиентам для заимствования у них ценных бумаг и использовали эти бумаги в качестве обеспечения банковских займов или маржи для покупки акций. Когда на рынке акций наступил спад, брокерско-дилерские компании не смогли продать купленные для собственных активов акции без колоссальных потерь. Поскольку акции были куплены на заимствованные средства, за использование ценных бумаг в качестве обеспечения ссуды брокерско-дилерские компании должны были платить как проценты банкам, так и unyo azukari своим клиентам.

К 1965 г. компания "Yamaichi Securities", одна из Большой четверки, оказалась на грани банкротства. Ввиду своего тяжелого финансового положения компания обратилась к своим основным банкам-кредиторам с просьбой ввести мораторий на выплату процентов. Когда банки опубликовали план реабилитации, обнародованная информация о бедственном состоянии "Yamaichi Securities" потрясла инвесторов, чье доверие и без того уже было подорвано. Участились случаи выхода из инвестиционных трастовых

соглашений и расторжения договоров об ипуо azukagi, что вызвало дальнейший спад на рынке акций. 28 мая 1965 г. Банк Японии обратился к Министерству финансов с просьбой разрешить предоставить "Yamaichi Securities" финансовую помощь в соответствии со статьей 25 Закона о Банке Японии (Bank of Japan Law). За четыре дня до утверждения плана финансирования в Закон Японии о ценных бумагах и биржах (Japanese Securities and Exchange Law, SEL) была внесена поправка, вводящая систему лицензий для брокерско-дилерских компаний. Поправка также предусматривала финансовые и оперативные стандарты для выдачи лицензий, в том числе запрет на ипуо azukagi. Необходимость соблюдения более строгих финансовых требований привела к слиянию ряда брокерско-дилерских компаний. С конца 1962 г. по апрель 1968 г. только в результате введения системы лицензий количество брокерско-дилерских компаний сократилось с 600 до 277.

Продиктованная первоначально потребностью экономики страны в финансовой надежности отрасли ценных бумаг, система лицензий использовалась Министерством финансов Японии и в других целях. Прежде всего, эта система стала для Министерства финансов мощным рычагом в его взаимоотношениях с брокерско-дилерскими компаниями. Министерство финансов может неофициально направлять деятельность компаний в нужное русло, используя как "кнут" угрозу отказа в предоставлении лицензии на новые линии бизнеса, или как "пряник" разрешения на развитие новых продуктов. Поскольку Министерство финансов также регулирует деятельность банков - основных конкурентов отрасли ценных бумаг, оно может оказать брокерско-дилерским компаниям чрезвычайно полезные услуги.

Служащие Министерства финансов Японии считают, что система лицензий является важнейшим компонентом регулирования в области ценных бумаг в Японии, поскольку эта система позволяет им заниматься "превентивным регулированием" путем недопущения к работе на рынке некомпетентных или недобросовестных лиц. Кроме того, сдерживая рост количества брокерско-дилерских компаний, Министерство финансов в состоянии более внимательно следить за поведением рынка. Таким образом, как утверждают работники министерства, между правом выдавать лицензии и рыночным надзором существует неразрывная связь, поскольку система выдачи лицензий позволяет получать информацию от посредников на рынке и оказывать на них влияние.

Сейчас стало ясно, что Министерство финансов, либо переоценивая свои способности, либо проявляя удивительную наивность, намеревалось использовать лицензии как основное средство регулирования рынков капитала. В основе такого подхода лежали два соображения. Во-первых, барьеры для входа на рынок упростили бы регулирование посредством создания концентрированного инвестиционного сектора с почти унифицированными операциями. Во-вторых, Министерству финансов не хватало людских ресурсов, информации и компетентности, необходимых для регулирования развитых рынков капитала; оно хотело использовать Большую четверку (чье подавляющее превосходство на рынке гарантировалось постоянно) в качестве "верных солдат" для регулирования отрасли ценных бумаг. Эти соображения, а также продиктованное историческими причинами стремление не допустить краха отрасли ценных бумаг, стали подоплекой того, что Министерство финансов сконцентрировало свое внимание на защите брокерско-дилерских компаний, а не на регулировании рынка ценных бумаг. Используя подобным образом систему лицензий, Министерство финансов создало по сути государственно-частное совместное предприятие для регулирования рынка капитала, которое укрепляло влияние самого

министерства и принижало значение Закона Японии о ценных бумагах и биржах (Japanese Securities and Exchange Law, SEL)”.

Как отмечалось в уже цитированном специальном исследовании рынка ценных бумаг **США**, вопрос "критериев допуска к работе в инвестиционном секторе включает несколько аспектов".⁸⁴

«...Один из них заключается в существовании различных видов стандартов: моральных требований (честность, добросовестность и ответственность), критериев компетентности (знания и навыки), финансовой состоятельности и ответственности, соблюдения которых общество требует от лиц, занятых в этом секторе. Второй аспект касается различных функций, выполняемых в этом секторе его разнообразными компонентами и работниками: брокерами-дилерами, занимающимися розничной, оптовой торговлей или андеррайтингом ценных бумаг; специалистами по продажам, занимающимися продажей различных видов ценных бумаг; лицами, осуществляющими надзор, и консультантами по вопросам ценных бумаг. Третий аспект связан с источником регулятивного контроля - правами и обязанностями федерального правительства, правительств штатов, различных фондовых бирж, Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASD) и отдельных брокерско-дилерских фирм».

В последние годы ширится тенденция введения квалификационных критериев для допуска к работе на рынке. Растет число стран, в которых лицо, желающее стать брокером, дилером, инвестиционным консультантом или другим профессиональным посредником, должно отвечать определенным требованиям. В некоторых случаях необходимо сдавать экзамены для проверки компетентности; вводятся также требования, касающиеся размера капитала, необходимого для обеспечения финансовой состоятельности.

Например, законодательство **Польши**, принятое в 1991 г., требует, чтобы лицензия для работы брокером выдавалась лишь лицам, соответствующим определенным критериям.

“Статья 14.1. (Article 14.1.). Лица, включаемые в список брокеров, должны:

- 1) быть полностью право- и дееспособными;
- 2) пользоваться всеми гражданскими правами;
- 3) не иметь судимостей за преступления против собственности, преступления, связанные с подделкой документов, экономические преступления, изготовление фальшивых денег, подделку ценных бумаг или официальных печатей, налоговые преступления;
- 4) сдать экзамен для брокеров ценных бумаг, проводимый экзаменационной комиссией».

В **Таиланде** Закон о ценных бумагах и биржах (Thai Securities and Exchange Act) уполномочивает Комиссию Таиланда по ценным бумагам и биржам (Thai Securities and Exchange Commission) разрабатывать и вводить правила, устанавливающие требования к образованию и опыту работы для

⁸⁴ REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF THE SECURITIES MARKETS, House Doc. No. 95, Pt.1, 88th Cong., 1st sess. (1963) pp. 49.

директоров, менеджеров и консультантов брокерско-дилерских компаний (Раздел 103 (9)).

Подход, принятый в **Великобритании**, кратко изложен в следующем **извлечении из** работы: Sam Scott Miller, "Regulating Financial Services In The United Kingdom – An American Perspective", 44 BUSINESS LAWYER 323, 332-35 (1989).

«В соответствии с Законом о финансовых услугах (Financial Services Act) лицо, желающее заниматься инвестиционным бизнесом в Соединенном Королевстве, должно иметь для этого соответствующее разрешение. Орган, уполномоченный выдавать такие разрешения, должен определить, является ли это лицо "подходящим и соответствующим", т.е. является ли оно "честным и компетентным, имеет ли достаточный капитал, правильно ли ведет отчетную документацию, отделяет ли деньги клиента от денег компании и т.д.". После выдачи разрешения Совет должен требовать от таких лиц соблюдения высоких стандартов ведения дел, в особенности в сделках, заключаемых с клиентами.

Закон о финансовых услугах (Financial Services Act) дает широкое определение "инвестиций" и "инвестиционного бизнеса" с некоторыми уточнениями в виде исключений. Поэтому сделки, которые парламент мог не предусмотреть, тем не менее, могут подпадать под Закон о финансовых услугах (Financial Services Act). Хотя такой широкий охват вызывает большую обеспокоенность в Сити, Sir Kenneth Berrill, несомненно, прав, считая, что испытываемое инвестиционным бизнесом "недовольство [новым регулированием] неизбежно приводит к тому, что некоторые его представители начинают раздувать возможные (а также и невозможные) проблемы". Надо надеяться, что суды будут проявлять известную сдержанность, а финансовый регулятор и саморегулируемые организации - гибкость при рассмотрении таких проблем.

Термин "инвестиционный бизнес" включает дилинг с ценными бумагами в качестве агента или за собственный счет, организацию сделок с инвестициями, предоставление консультаций по вопросам инвестирования, управление инвестициями других лиц или учреждение коллективных систем инвестирования, таких как юнит-траст. Как и термин "ценная бумага" в Законе США о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933), термин "инвестиция" имеет широкое значение и включает акции, облигации, государственные ценные бумаги, депозитные свидетельства, подписные сертификаты, опционы, фьючерсы, контракты на разницу курсов, коллективные инвестиции и полисы страхования жизни. Определение инвестиций в Законе о финансовых услугах (Financial Services Act) конкретно исключает доли в строительных обществах; инструменты потребительского кредитования; переводные векселя; банковские тратты и аккредитивы; банковские билеты; текущие, депозитные и сберегательные счета; лизинговые соглашения; договоры об общем страховании, за исключением страхования жизни; договоры о краткосрочном страховании жизни или страховании на случай инвалидности, договоры о перестраховании. Кроме того, такая собственность, как земля и строения, произведения искусства, марки, монеты и драгоценные металлы (не подпадающие под договоры о будущей или отсроченной поставке), не является инвестициями по определению Закона о финансовых услугах (Financial Services Act), хотя схемы коллективных инвестиций, включаемые в понятие инвестиционного бизнеса, могут вкладывать средства в подобные активы. Закон о финансовых услугах (Financial Services Act) предназначен для регулирования деятельности не всех секторов в области финансовых услуг, а только тех, в которых делаются или распространяются "инвестиции", хотя

предположительно этот термин относится и к некоторым банковским операциям. Банковский и страховой секторы, строительные общества и отрасль потребительского кредита регулируются отдельными законами. Лицо, лицензированное для ведения инвестиционного бизнеса, освобождается от необходимости получить специальное разрешение в соответствии с Законом о банках (Banking Act) для выполнения функции по приему депозитов, если последняя осуществляется в процессе ведения инвестиционного бизнеса. Более того, договор, заключенный в ходе осуществления инвестиционных функций лицензированным лицом, не может быть объявлен недействительным на основании законов об азартных играх (Gaming Acts). Закон о финансовых услугах (Financial Services Act) также не распространяет компетенцию Совета на вопросы публичных выпусков ценных бумаг, поглощений и слияний, отказа в выдаче лицензии иностранной компании или ее отмены на основе взаимности.

ИСКЛЮЧЕНИЯ

Специально исключены из сферы действия Закона о финансовых услугах (Financial Services Act): заключение сделок за свой счет, некоторые сделки между финансовыми институтами, ограниченные операции, связанные с инвестиционными планами для персонала, рекомендации по вопросам инвестирования, даваемые в признанных газетах или в процессе выполнения не связанных с инвестированием функций или услуг (за исключением деятельности профессиональных фирм). Исключение, относящееся к заключению сделок за свой счет, не распространяется на лицо, которое заявляет о своем желании заключать сделки по ценам, обычно и постоянно им определяемым, покупает ценные бумаги с целью их перепродажи или регулярно предлагает лицам, иным, чем лица, имеющие соответствующую лицензию, вступать с ним в сделки. Из сферы своего применения Закон о финансовых услугах (Financial Services Act) исключает государственные органы, осуществляющие инвестиционные операции в ходе выполнения других функций; Банк Англии; страховой рынок Ллойд и его агентов-андеррайтеров, осуществляющих страховые операции в рамках своего страхового бизнеса; институты денежного рынка, включенные в список Банка Англии, при проведении некоторых операций, перечисленных в приложении 5 к Закону о финансовых услугах (Schedule 5 of the Financial Services Act), которые регулируются в соответствии с "Серой книгой" Банка ("Grey Book"); и представителей, ответственность за которых принимает на себя компания, имеющая лицензию на инвестиционный бизнес. Государственный секретарь имеет право отменять любые из исключений или добавлять новые.

ДРУГИЕ СПОСОБЫ ПОЛУЧЕНИЯ ЛИЦЕНЗИИ

Помимо компаний, непосредственно получивших лицензию для ведения инвестиционного бизнеса, членов признанных саморегулируемых организаций, признанных инвестиционных бирж (recognized investment exchange, RIE), расчетных палат или профессиональных организаций, признанных Советом, инвестиционный бизнес может быть: (i) разрешен в соответствии с Законом о страховых компаниях 1982 г. (Insurance Companies Act 1982), определяющим некоторые компании долгосрочного страхования жизни как "инвестиционный бизнес"; (ii) зарегистрирован в соответствии с Законом о дружественных обществах 1974 г. (Friendly Societies Act 1974) (хотя в нем предусматривается, что полномочия по регулированию инвестиционной деятельности этих обществ будут переданы Совету (Securities and Investments Board); (iii) разрешен в другой стране Европейского Сообщества, стандарты выдачи лицензий в которой, по крайней мере, эквивалентны стандартам Закона

о финансовых услугах (Financial Services Act), если главное представительство компании находится в той стране и компания не имеет постоянного представительства в Соединенном Королевстве; (iv) оператором иностранной схемы коллективных инвестиций, признанной Советом (Securities and Investments Board)».

В США в соответствии с Законом об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) брокеры и дилеры также не имеют права работать без регистрации и, начиная с 1964 г., они должны удовлетворять минимальным требованиям для прохождения регистрации. В число предъявляемых к ним требований входят компетентность и финансовая состоятельность. Кроме того, брокеры-дилеры должны быть членами какой-либо саморегулируемой организации. Более полно концепция саморегулирования обсуждается ниже.

«(7) Никакой зарегистрированный брокер или дилер, брокер государственных ценных бумаг или дилер государственных ценных бумаг, зарегистрированный (или подлежащий регистрации)... не может осуществлять никаких сделок с ... ценными бумагами, если этот брокер или дилер не отвечает таким стандартам операционной способности, и этот брокер или дилер и все физические лица, связанные с этим брокером или дилером, не отвечают таким стандартам подготовки, опыта, компетентности и прочим критериям, которые Комиссия считает необходимыми или целесообразными с точки зрения публичных интересов или для защиты инвесторов. Комиссия устанавливает такие стандарты посредством принятия правил и регулятивных положений, которые могут ...

(В) требовать, чтобы лица из любой указанной выше категории сдавали экзамены, предписанные правилами и положениями Комиссии...

...Комиссия может сотрудничать с зарегистрированными ассоциациями в области ценных бумаг и национальными фондовыми биржами в разработке и проведении экзаменов и требовать, чтобы зарегистрированные брокеры, дилеры и лица, связанные с такими брокерами и дилерами, сдавали экзамены, проводимые такой ассоциацией или биржей, или их представителями...

(8) Противоправным является осуществление зарегистрированным брокером или дилером любой сделки с любой ценной бумагой, побуждение им или попытка побуждения к покупке любой ценной бумаги... если такой брокер или дилер не является членом ассоциации в области ценных бумаг, зарегистрированной в соответствии с [положениями настоящего закона], или не осуществляет сделки с ценными бумагами исключительно на национальной фондовой бирже, членом которой он является".

Во многих странах финансовая состоятельность профессионального посредника удостоверяется посредством требований, касающихся его капитала. Часто требования финансовой состоятельности профессионалов рынка ценных бумаг выражаются в виде положений о минимальном размере капитала. Например, Закон о рынке капитала **Индонезии** (Указ 1548) (Indonesian Capital Market Law (Decree 1548) устанавливает конкретные суммы оплаченного капитала и скорректированного чистого оборотного капитала, которые необходимо иметь для того, чтобы быть брокером-дилером, андеррайтером и инвестиционным менеджером.

В США правила о размере капитала требуют наличия определенной суммы чистого капитала. Эти правила динамичны и отражают непостоянство финансового положения брокерско-дилерских компаний. В соответствии с этими правилами самое главное - это отношение обязательств компании к ее имеющимся на настоящий момент ресурсам, так как именно это определяет ее способность выполнять свои обязательства перед клиентами. Требования к минимальному размеру капитала, сформулированные в виде конкретных денежных сумм, не всегда гарантируют достаточную ликвидность брокерско-дилерской компании с точки зрения выполнения ее обязательств. Необходимый минимальный капитал может быть в неликвидной форме: например, он мог быть инвестирован в дело с целью покупки здания. Если же требования к минимальному размеру капитала сформулированы таким образом, что фирма должна постоянно иметь необходимую сумму в виде остатка наличности, то затраты фирмы на формирование капитала могут значительно возрасти. Эти деньги должны находиться постоянно на счетах и не могут быть вложены в дело.

Несколько другой подход используется на **Филиппинах**, где брокеры и дилеры должны внести залог или какое-либо другое обеспечение. В разделе 19 пересмотренного Закона о ценных бумагах 1981 г. (Revised Securities Act of 1981, Section 19) говорится следующее:

«Раздел 19. Регистрация брокеров, дилеров и продавцов. Никакой брокер, дилер или продавец не может выступать на Филиппинах в качестве такого брокера, дилера или продавца, или продавать какие-либо ценные бумаги... если он не зарегистрирован как брокер, дилер или продавец в соответствии с положениями настоящего раздела.

Заявление о регистрации подается в письменном виде в канцелярию Комиссии Филиппин по ценным бумагам и биржам (Philippine Securities & Exchange Commission) по форме, устанавливаемой Комиссией ...

Если Комиссия приходит к выводу о том, что заявитель имеет хорошую репутацию и выполнил положения настоящего Закона... она регистрирует такого заявителя как брокера или дилера после внесения им денежного залога или другого обеспечения в таком размере, который Комиссия может счесть достаточным для защиты интересов публики и правительства Филиппин, и при условии строгого соблюдения положений настоящего Закона данным брокером или дилером и всеми специалистами, зарегистрированными последним и представляющими его. Такой залог оформляется компанией-поручителем, имеющей разрешение работать на Филиппинах. Вместо денежного залога могут быть внесены облигации правительства Филиппин. Если вносится денежный залог, любое лицо, понесшее убытки в результате несоблюдения положений настоящего Закона данным брокером или дилером или любым из специалистов, зарегистрированных последним и представляющих его, имеет право добиваться через суд возмещения убытков из этого залога. Если вместо денежного залога внесено другое обеспечение, это лицо может подать иск на возмещение убытков из такого обеспечения».

Регулирование профессиональных участников рынка в **Южной Корее** кратко описано в следующем отрывке из статьи, опубликованной в "Pacific Rim Law & Policy Journal":⁸⁵

«1. Лицензирование.

В соответствии с Законом об обращении ценных бумаг Южной Кореи (South Korean Securities Exchange Act, SEA) только юридическое лицо, являющееся акционерным обществом ("chusik hoesa") и получившее необходимую лицензию от Министерства финансов, может осуществлять операции с ценными бумагами как дилер, брокер и андеррайтер.⁸⁶ Для каждого вида работы с ценными бумагами требуется отдельная лицензия. Иностранцам разрешается иметь долю в акционерном капитале компании по ценным бумагам⁸⁷, если по крайней мере пятьдесят процентов уставного оплаченного капитала или прав голоса этой компании по ценным бумагам принадлежат корейской национальной компании или компании, зарегистрированной в соответствии с корейским законодательством.⁸⁸ Закон об обращении ценных бумаг Южной Кореи (South Korean Securities Exchange Act, SEA) также дает право Министерству финансов⁸⁹ утверждать открытие местного представительства иностранной компании по ценным бумагам в Корее для ведения одного или более видов вышеперечисленной деятельности с ценными бумагами.

При принятии решения о предоставлении лицензии акционерному обществу для осуществления операций с ценными бумагами Министерство финансов принимает во внимание финансовое положение, прибыльность и штат заявителя, а также экономические условия региона, в котором предполагает работать заявитель.⁹⁰

2. Регулирование после выдачи лицензии.

Закон об обращении ценных бумаг Южной Кореи (South Korean Securities Exchange Act, SEA) в основном регулирует управление активами в компаниях по ценным бумагам, устанавливая требования о максимальных соотношениях заемных средств к активам и минимальных резервах.⁹¹ В соответствии с Законом об обращении ценных бумаг Южной Кореи (South Korean Securities Exchange Act, SEA) компании по ценным бумагам также должны вести отчетную документацию о своих деловых операциях и периодически предоставлять в государственный регулятивный орган отчеты о прибыли и убытках, балансы и другие финансовые документы.⁹²

⁸⁵ Sang – Hyun Song, "Law and Policy of Securities Regulation in Korea", in Symposium: Securities Regulation in the APEC Countries, 4 PAC. RIM L. & POL'Y J. 757, 773-76 (July 1995).

⁸⁶ Примечание в оригинале: Securities and Exchange Act of Jan. 15, 1962, Law No. 972 (as amended Jan. 5, 1994) art. 28 (1) – (2).

⁸⁷ Примечание в оригинале: Компания по ценным бумагам определяется как «лицо, занятое в бизнесе по ценным бумагам в соответствии с Законом об обращении ценных бумаг Южной Кореи (South Korean Securities Exchange Act, SEA)». Art. 2 (9).

⁸⁸ Примечание в оригинале: Art. 28 (4).

⁸⁹ Примечание в оригинале: Art. 28 – 2 (1).

⁹⁰ Примечание в оригинале: Art. 32.

⁹¹ Примечание в оригинале: Art. 39 – 40.

⁹² Примечание в оригинале: Art. 47. См. также Правила ведения бухгалтерского учета, выпущенные для компаний по ценным бумагам Комиссией

Закон об обращении ценных бумаг Южной Кореи (South Korean Securities Exchange Act, SEA) регулирует также и другие аспекты работы компаний по ценным бумагам. В соответствии со статьей 35 Закона компания по ценным бумагам должна получать от Министерства финансов разрешение на слияние, поглощение или продажу всего или какой-либо части своего инвестиционного бизнеса и должна получать разрешение государственного регулятивного органа на определенные действия, такие как (1) открытие или закрытие отделения компании и (2) распоряжение капиталом или нераспределенной прибылью.⁹³ Помимо этого компания по ценным бумагам должна информировать государственный регулятивный орган о таких событиях, как изменения в составе директоров или уставных аудиторов, или изменение места расположения штаб-квартиры или отделения компании.⁹⁴

Наконец, директорам и уставным аудиторам, участвующим в повседневной деятельности компании по ценным бумагам, запрещено участвовать в повседневной деятельности других компаний или участвовать в любой другой деятельности без разрешения государственного регулятивного органа.⁹⁵ Лишь в некоторых случаях директорам и уставным аудиторам разрешается торговать ценными бумагами за свой счет.⁹⁶

В. Компании, являющиеся инвестиционными консультантами.

Компанией – инвестиционным консультантом является "компания, предоставляющая консультации в устной или письменной форме, или посредством иного сообщения, относительно стоимости ценных бумаг и вопросов инвестирования".⁹⁷ В соответствии с Законом об обращении ценных бумаг Южной Кореи (South Korean Securities Exchange Act, SEA) консультации по вопросам инвестирования могут предоставляться только зарегистрированными в Министерстве финансов акционерными компаниями. Поэтому частные лица и партнерства таким консультированием заниматься не имеют права".

РЕГУЛИРОВАНИЕ ПОСЛЕ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ЛИЦЕНЗИИ

Как можно добиться того, чтобы после получения допуска к работе на рынке профессионалы постоянно поддерживали свой профессиональный уровень и способность удовлетворять потребности инвестора?

Европейский Союз, например, требует, чтобы государства-члены разработали правила и положения о надзоре после выдачи лицензий.⁹⁸ В соответствующей части Директивы ЕС предусматривается следующее:

по ценным бумагам и биржам, статья 12 (Securities and Exchange Commission's Bookkeeping Rules for Securities Companies, art. 12).

⁹³ Примечание в оригинале: Art. 35 (1) – (2).

⁹⁴ Примечание в оригинале: Art. 36.

⁹⁵ Примечание в оригинале: Art. 48.

⁹⁶ Примечание в оригинале: Art. 42.

⁹⁷ Примечание в оригинале: Securities and Exchange Commission, *supra* note 1, art. 2 (10).

⁹⁸ O. J. No. L 141, pp. 0027 – 0046 (May 10, 1993).

“Статья 10.

Каждое государство-член составляет основанные на предусмотрительном подходе правила, подлежащие постоянному соблюдению инвестиционными институтами. Такие правила должны, в частности, требовать, чтобы каждый инвестиционный институт:

-имел адекватные методы управления и бухгалтерского учета, контролирующие и защитные механизмы для электронной обработки данных, а также соответствующие механизмы внутреннего контроля, в том числе правила, регулирующие частные сделки ее служащих;

-обеспечивал адекватные условия в отношении ценных бумаг, принадлежащих инвесторам, для защиты их прав собственности, в особенности при использовании этих ценных бумаг инвестиционной компанией за свой счет, только при явно выраженном согласии инвесторов;

-обеспечивал адекватные условия в отношении денежных средств, принадлежащих инвесторам, для защиты их прав и воспреещения инвестиционным институтам, за исключением кредитных организаций, использовать средства инвесторов за свой счет;

-обеспечивал ведение отчетной документации о заключенных сделках, по крайней мере, достаточной для того, чтобы компетентные власти государств-членов могли контролировать соблюдение основанных на предусмотрительном подходе правил, за применение которых они отвечают; такая отчетная документация должна храниться в течение периода, определяемого компетентными властями, отвечающими за регулирование рынка;

- имела такую структуру и организацию, которые позволяют свести к минимуму риск для интересов клиентов в результате конфликта интересов между компанией и ее клиентами или между ее клиентами. Тем не менее, при создании отделения компании организационные условия не должны противоречить правилам поведения, установленным принимающим государством-членом в отношении конфликтов интересов».

Директива ЕС также определяет задачи надзора за профессиональными участниками. Они включают стандарты компетентности и добросовестности. В Директиве, в частности, говорится:⁹⁹

«Статья 11.

1. Государства-члены разрабатывают правила поведения, подлежащие постоянному соблюдению инвестиционными институтами. Эти правила должны, как минимум, содержать принципы, указанные в подпунктах ниже и должны применяться таким образом, чтобы учитывался профессиональный характер лица, которому предоставляется услуга... Эти принципы должны обеспечить такой способ ведения бизнеса, при котором инвестиционный институт:

⁹⁹ Ibid.

-проявляет честность и справедливость при ведении своих дел, руководствуясь интересами своих клиентов и целостности и честности рынка;

-ведет дела с должной компетентностью, осторожностью и тщательностью, руководствуясь интересами своих клиентов и целостности и честности рынка;

-имеет и эффективно использует ресурсы и методы, необходимые для поддержания своих дел в должном состоянии;

-запрашивает у своих клиентов информацию относительно их финансового положения, опыта инвестирования и целей запрашиваемых услуг;

-должным образом раскрывает необходимую существенную информацию в работе со своими клиентами;

-пытается избегать конфликта интересов, а в случае невозможности его избежать, обеспечивает справедливость по отношению к своим клиентам;

-соблюдает все регулятивные требования, относящиеся к ведению бизнеса с тем, чтобы действовать в лучших интересах своих клиентов и целостности и честности рынка».

РОЛЬ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА

Нужно ли разрешать или поощрять участие коммерческих банков на рынке капитала в качестве брокеров или дилеров? С одной стороны, существуют опасения, что коммерческие банки, с их доминирующим положением в финансовом секторе, будут господствовать на рынке ценных бумаг и препятствовать развитию уникальной сети институтов рынка капитала (т.е. брокеров, дилеров, консультантов, инвестиционных/торговых банков и т.д.). С другой стороны, понятно, что банки являются укоренившимися финансовыми посредниками, они имеют отделения и коммуникационные сети по всей стране, пользуются уважением публики и имеют персонал, обладающий всеми необходимыми навыками. Не задействовать эти ценные ресурсы на начальной стадии становления рынка капитала означало бы просто проявить недальновидность.

В случае, если коммерческим банкам разрешается быть посредниками на рынке капитала, вводятся определенные ограничения для того, чтобы деятельность, не связанная с их основными функциями, не наносила ущерб их финансовой ответственности перед вкладчиками. Необходимо также учитывать, что совмещение функций андеррайтера, коммерческого банка и брокера создает богатую почву для конфликта интересов. Это, в свою очередь, поднимает вопрос о том, как будут выполняться функции по регулятивному надзору. Должна ли каждая функция регулироваться отдельным специализированным учреждением? Если да, то каким образом этим учреждениям избежать дублирования и непоследовательности? Если же всю ответственность за регулирование возложить на одно учреждение, будет ли оно

достаточно компетентным в каждой из областей, чтобы работать эффективно?¹⁰⁰

«За» и «против» разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела. В 1990-е годы в России не прекращались дискуссии о выборе модели рынка ценных бумаг, при этом Банком России проводилась линия на создание германо-японской или смешанной модели рынка ценных бумаг, с поддержкой универсального банковского дела, а ФКЦБ России – американской модели, с отделением коммерческих банков от инвестиционных банков,¹⁰¹ от собственности в акционерных капиталах хозяйства и операций с корпоративными ценными бумагами. Эти дискуссии не новы. «Соединение в германских частных банках учредительских операций с депозитными до сих пор встречает возражения в кругу экономистов».¹⁰²

Исторический аргумент. Нельзя отрицать исторических традиций в экономической практике. Если их приходится ломать, то делать это нужно крайне осторожно, обоснованно, медленно подвигаясь в сторону нужного результата (как это делают сейчас в Германии, стимулируя развитие рынков акций, и как это делают в США, постепенно устрняя «китайскую стену» между коммерческим и инвестиционным банковским делом).

¹⁰⁰ Например, в Непале (один из авторов книги работал в этой стране техническим консультантом) несколько агентств разделяют между собой обязанности по регулированию финансовых посредников, работающих на рынке капиталов. Например, финансовые компании, занятые в андеррайтинге ценных бумаг, находятся под надзорной юрисдикцией центрального банка и Министерства финансов. Коммерческим банкам, регулируемым центральным банком, также разрешено выступать андеррайтерами ценных бумаг. Соответственно, вопрос заключается в том, должны ли коммерческие банки в своей деятельности андеррайтеров регулироваться тем же способом, что и финансовые компании? Если должны, то должны ли они регулироваться агентством, которое занято регулированием рынка капиталов, т.к. андеррайтинг ценных бумаг есть функция рынка капиталов? Если должны, то коммерческие банки подлежат регулированию со стороны центрального банка в своей деятельности на денежном рынке, и Министерства финансов – в своих операциях на рынке капиталов. Если же финансовые компании будут регулироваться со стороны центрального банка, то в этом случае уже финансовые компании будут подлежать двойному регулированию – со стороны Министерства финансов в части их операций на рынке капиталов, за исключением андеррайтинга, и со стороны центрального банка в части андеррайтинга.

¹⁰¹ И в практике США, и на международных рынках инвестиционный банк (investment bank) – это брокерско-дилерская фирма, которая, в числе прочих услуг, занимается корпоративными ценными бумагами, прежде всего организацией их первичного размещения на рынке ценных бумаг и торговлей за собственный и клиентский счет. Когда говорят о разделении коммерческого и инвестиционного банковского дела, имеют в виду прежде всего отчуждение коммерческих банков от брокерских, дилерских и андеррайтинговых операций с корпоративными ценными бумагами. В России часто отождествляют инвестиционные банки с так называемыми банками развития (development banks). Поэтому тезис о формировании инвестиционных банков может быть понят как призыв к созданию специализированных банков, которые будут накапливать долгосрочные финансовые ресурсы и вкладывать их на длительной основе в производство. На самом деле речь идет о брокерско-дилерской компании, о подмене правового термина (брокер-дилер) экономическим (инвестиционный банк).

¹⁰² Бухвальд Бруно. Техника банковского дела. – М.: Изд-во Товарищества «Мир», 1914. – С. 16.

В 1990-е годы российский фондовый рынок повторил основные черты дореволюционного рынка ценных бумаг: а) преобладание банков; б) долговой характер и незначительная роль акций; в) сильное влияние государства и слишком значительная доля государственных ценных бумаг; г) схожесть с германской моделью фондового рынка; д) выполнение банками операций по учредительству и размещению ценных бумаг на первичном рынке, комиссионных операций с ними, инвестиций за собственный счет в акционерные капиталы предприятий. «Исторически наши фондовые биржи являются органами банков... Самостоятельные русские эмиссии мыслимы только при непосредственном участии банков».¹⁰³ «Круг операций русских банков краткосрочного кредита («кредитных», как принято называть их в Германии, в общем, соответствует операциям таких же банков в Германии».¹⁰⁴

Известно, что в XIX в. российская финансовая практика во многом следовала за германской. Индустриализация Германии в XIX в. была тесно переплетена со становлением универсальных германских банков и поддержкой, которую они оказывали промышленности как кредиторы и совладельцы предприятий. Уже в это время проявились отличия германской модели финансирования реального сектора от англо-американской, которые впоследствии стали «традиционными», «историческими». «Чем дальше находилась страна в сравнении с Великобританией, тем в большей мере банки (и правительство) замещали инициативу независимых предпринимателей... особенно тесные взаимоотношения существовали между группой крупнейших банков и важнейшими промышленными компаниями – взаимоотношения, которые были очень отличными от тех, которые наблюдались в Великобритании и Франции».¹⁰⁵ «..Мало того, что банк может кредитовать акционерное общество... он может также часть своего денежного капитала вложить в акции на... продолжительное время... Во всех этих случаях возникает длительная заинтересованность банка в акционерном обществе: с одной стороны, банк должен контролировать акционерное общество, чтобы получить гарантию правильного использования кредита; с другой стороны, банк подчиняет себе акционерное общество, чтобы обеспечить для себя все прибыльные финансовые операции. Из этой длительной заинтересованности банков возникает стремление подчинить соответствующие акционерные общества своему постоянному контролю, что лучше всего достигается посредством представительства в советах... Это же представительство дает одновременно гарантию, что все остальные сделки, связанные с эмиссионными операциями, останутся за банком... По новейшей адресной книге 1909 г. ...из различных профессий, представленных в составе советов, наиболее сильно представлена банковая профессия...».¹⁰⁶

Практика США. В 1990-е годы ФКЦБ России последовательно пыталась воспроизвести в России американскую модель рынка ценных бумаг, с

¹⁰³ Боголепов М.И. Биржи и банки // Банковская энциклопедия / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд-во Банковой Энциклопедии. – 1913.- С. 382.

¹⁰⁴ Бухвальд Бруно. Техника банковского дела. – М.: Изд-во Товарищества «Мир», 1914. – С. 38.

¹⁰⁵ Kindleberger Charles P. A Financial History of Western Europe. – New York: Oxford University Press, 1993. – P. P. 129-130.

¹⁰⁶ Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. – Москва - Ленинград: Государственное социально – экономическое издательство, 1931. – С. 127-128.

разделением (по акту Гласса-Стигала) коммерческого и инвестиционного банковского дела. Но в США это разделение постепенно перестает существовать. С конца 1970-х годов коммерческие банки начали возвращаться на рынок корпоративных ценных бумаг, брокерских и дилерских операций, услуг по инвестиционному консультированию. В частности, им разрешено напрямую или через дочерние компании осуществлять брокерские услуги, инвестиционное консультирование, андеррайтинг и дилинг с ипотечными и муниципальными облигациями, долями трастов, коммерческими бумагами и другими финансовыми контрактами, андеррайтинг и дилинг с корпоративными долговыми бумагами и акциями (через дочерние компании, в строго ограниченных случаях), консультировать поглощения и разделения компаний, частные размещения ценных бумаг.

В конце 1999 г. в соответствии с Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 (подписан Президентом США и введен в действие в ноябре 1999 г.) в США произошли масштабные изменения, «финансовая модернизация», означающая разрушение «стены» между коммерческим и инвестиционным банковским делом, возрождение концепции универсального банка в США. В частности, предусмотрено формирование финансовых холдингов, в которых дочерними компаниями банков станут фирмы, торгующие ценными бумагами (так называемые «корпорации с полным набором финансовых услуг»). Будет создан новый тип банков (так называемых «оптовых банков»), контролирующими собственниками которых станут брокерско-дилерские фирмы. В рамках финансовых холдингов (с доминированием банков) будут возможны инвестиции в акции и корпоративные долговые ценные бумаги.

Препятствует ли Комиссия по ценным бумагам и биржам США этим изменениям? Нет, она поддерживает их. «Объявленное слияние Travelers и Citicorp, которое должно создать наиболее крупный в мире концерн финансовых услуг и наиболее диверсифицированный в Америке (со времен Великой Депрессии) портфель финансовых услуг под одной крышей, показало, насколько архаичным стал акт Гласса-Стигала».¹⁰⁷ Основная цель действий Комиссии - не сохранение разделения инвестиционных и коммерческих банков, а обеспечение брокерским фирмам равных с коммерческими банками конкурентных условий на рынке, распространение на банки регулирования, обеспечивающего должную защиту инвесторов и поддержание эффективного рынка ценных бумаг.

Практика Германии. В последнее десятилетие в рамках объявленной концепции Германии как мирового финансового центра в этой стране происходит подлинная финансовая революция:

- резко усиливается роль рынков акций, всё более дробной становится структура акционерных капиталов, прежде всего, средних и малых компаний;
- быстро увеличивается международный сегмент фондового рынка, он становится более открытым, публичным, инновационным;
- на универсальные банки и германских эмитентов накладывается регулятивная инфраструктура, свойственная публичному рынку акций:

¹⁰⁷ Testimony of Arthur Levitt, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission, Concerning H.R. 10, the "Financial Services Act of 1998", Before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, June 25, 1998.

раскрытие информации, регулирование конфликтов интересов, возникающих в на рынке ценных бумаг, надзор за фондовым рынком, осуществляемый независимым государственным регулятором, и др.;

- всё большее значение играют небанковские брокерские компании и инвестиционные консультанты, выполняющие роль инновационных, более рискованных игроков на рынке;

- структура предлагаемых на рынке финансовых продуктов всё в большей мере учитывает спрос международных инвесторов (переход вместо предъявительских на именные акции, повышение роли акций, быстрое развитие срочных инструментов и т.д.);

- коммерческие банки создают финансовые холдинги, переводя часть бизнеса по ценным бумагам в дочерние компании (например, находящиеся в Лондоне и других столицах и финансовых центрах мира).¹⁰⁸

Международная практика. По оценке (конец 1990-х годов), из более чем 30 наиболее развитых страновых рынков ценных бумаг примерно 40-45% составляют рынки с «китайской стеной» между коммерческим и инвестиционным банковским делом, 40-45% - смешанные рынки и 10-15% носят чисто банковский характер.

На формирующихся рынках банки играют значительную роль на рынках капитала. Оптовая структура собственности с преобладанием контролирующих акционеров, преимущественно долговая система финансирования, неразвитость финансового сектора, основанного в недалеком прошлом только на банках, ведут к тому, что на формирующихся рынках (emerging markets) банки должны иметь сильное влияние на рынки корпоративных ценных бумаг, составлять их основу либо непосредственно, либо через дочерние компании.

Действительно, анализ 55 формирующихся рынков (см. *табл. 7*) показал, что смешанные рынки, на которых обороты банков могут достигать до 75% их объема, составляют 50-53% их общего числа, брокерские рынки, на которых значительную долю занимают дочерние компании иностранных банков – 20 – 22%, брокерские рынки, на которых преобладают, по оценке, местные брокерские компании, – 27 –30%.¹⁰⁹

¹⁰⁸ Примеры по Deutsche Bank (дочерние компании – операторы на рынке ценных бумаг, управляющие инвестиционными фондами) – Deutsche Bank Alex Brown, Deutsche Bank Securities Inc., Deutsche Bank Investment Management Inc., Deutsche Fund Management (США), Deutsche Securities Sociedad de Bolsa S.A. (Аргентина), Deutsche Holdings Australia Limited (Австралия), Deutsche Bank S.A. – Bancj Alemao (DB S.A.), Deutsche Bank Securities Limited (Канада), Deutsche Morgan Grenfell (Великобритания, с дочерними компаниями в Канаде, Ирландии, Японии, Корее, Испании, в США, во Франции, на Тайване и др. странах), Deutsche Securities Limited (Гонконг с филиалом в Токио), DB Investment Management (Люксембург), Deutsche Bank de Investimento, S.A. (Португалия), Deutsche Capital Singapore Limited, DB Funds Management Limited (Сингапур), DB International Portfolio Management, S.A. (Испания), DBMG Fiduciary Services Ltd., DWS Investment (Schweiz) AG (Швейцария) и др. Данные опубликованы на сервере «Дойчебанка» в Интернете www.db.com.

¹⁰⁹ К сожалению, нет данных для того, чтобы оценить степень зависимости брокеров от местных коммерческих банков, долю дочерних брокерских компаний

Таблица 7*

Модели формирующихся рынков корпоративных ценных бумаг

Смешанные рынки (с прямым участием банков и брокерских компаний)	Брокерские рынки	
	С участием дочерних компаний иностраннх коммерческих банков	Без участия дочерних компаний иностраннх коммерческих банков
Азия – Израиль, Иордания, Китай, Корея, Ливан, Оман, Тайвань	Азия –Индия, Пакистан, Таиланд, Филиппины	Азия – Кувейт, Бахрейн, Малайзия, Монголия, Шри-Ланка
Африка – Намибия	Африка – Южная Африка	Африка – Ботсвана, Гана
Европа – Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Словакия, Словения**, Турция, Хорватия, Чехия***, Эстония, Югославия	Европа – Греция, Румыния	Европа – Кипр, Македония
Южная и Центральная Америка - Боливия, Каймановы Острова, Уругвай, Чили	Южная, Центральная и Северная Америка - Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Мексика, Перу	Южная и Центральная Америка – Бермуды, Колумбия, Сальвадор, Эквадор, Ямайка
СНГ – Азербайджан, Армения, Белоруссия, Казахстан, Украина	СНГ - нет	СНГ – нет
Итого 29	Итого 12	Итого 14

*Оценка осуществлена на основе данных (февраль 2000 г.) о составе членов фондовых бирж по странам, а также данных о крупнейших брокерах, размещенных в справочнике: The LGT Guide to World Equity Markets 1997. – L.: Euromoney Publications PLC.- 1997.- 549 p. Соответственно, анализ носит оценочный характер.

**В январе 2000 г. доля банков в обороте Люблянской фондовой биржи составила 35% (<http://www.ljse.si>).

***В четвертом квартале 1999 г. доля банков в обороте Пражской фондовой биржи составила 75.3% (<http://www.pse.cz/clenove/objemy.asp>).

При этом в большей части переходных экономик Европы (13 стран - см. *табл. 7*) созданы рынки ценных бумаг по континентальной модели - с доминированием или очень крупным участием банков, с их крупными долями в акционерных капиталах. Так, например, краткие характеристики фондовых рынков стран СНГ и Балтии как смешанных сводятся к следующему.¹¹⁰

Вставка

Эстония – смешанный рынок ценных бумаг (банки + брокеры), в числе собственников на Таллинскую фондовую биржу – Банк Эстонии (центральный банк) и ряд коммерческих банков. Общая доля банков в совокупном обороте Таллинской фондовой биржи составляет более 70%, по количеству сделок – 85%.

Латвия – смешанный рынок ценных бумаг, где банки играют первостепенную роль. Из 15 компаний – членов Рижской фондовой биржи 13 являются банками (2001).

Литва – смешанный рынок (среди участников биржи 9 банков и 14 небанковских брокерских компаний на начало апреля 2001г.). Банки имеют высокую долю в капитализации рынка (как эмитенты). На начало апреля 2001 г. банки оставались наиболее активными операторами фондового рынка Литвы.

Армения – смешанная модель рынка (на Ереванской фондовой бирже в качестве брокеров 23 банка и 5 брокерских компаний. Доля сделок с акциями банков составила более 60% оборотов Ереванской фондовой биржи (1999 г.).

Молдова – смешанная модель рынка. Из 32 членов Молдавской фондовой биржи – 11 банков (август 2001 г.).

среди них.

¹¹⁰ Вартанов А. Банки в структуре фондовых рынков стран СНГ и Балтии / Дипломная работа в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – С. 6-8, 14, 18-19, 22-25, 53-57, 59.

По Молдавии – данные Молдавской фондовой биржи, размещенные в Интернете (www.moldse.md).

Белоруссия – смешанный рынок ценных бумаг с доминирующей позицией банковского сектора.

Казахстан – смешанный рынок ценных бумаг. Из 46 компаний, имеющих лицензии и являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг, 25 – банки (2001 г.). В апреле 2001 г. (2-8 апреля) доля банковских ценных бумаг в обороте Казахстанской фондовой биржи составляла 96.1%.

И **США**, и **Германия** показывают примеры конвергенции двух моделей организации рынка ценных бумаг и систем финансирования хозяйства. Эту тенденцию конвергенции можно считать международной.

Например, во **Франции** еще в 1984 г. было восстановлено универсальное банковское дело (после того, как в 1945 г. инвестиционные и коммерческие банки были разделены). В **Японии** с 1993 г. коммерческие банки получили законодательное разрешение на создание дочерних компаний – профессиональных участников рынка ценных бумаг, с 1996 г. осуществляется переход к более широкому участию банков в операциях на рынке ценных бумаг, всё более диверсифицированной становится структура собственности, открытыми финансовыми рынками и, соответственно, менее жесткой – очерченностью конгломератов.¹¹¹ В рамках финансовой реформы в **Южной Корее** делается попытка перейти к универсальному банковскому делу. Можно привести и другие примеры.

Спорные основания акта Гласса-Стигала. Основания акта Гласса-Стигала рядом исследователей рассматриваются как спорные. Например, в публикации JPMorgan (<http://what.inet.jpmorgan.com/>, 13.02.99) доказывается, что банкротства банков, послужившие непосредственным поводом в 1930-е годы для разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела, не были связаны с их операциями на рынке ценных бумаг. В статье Лоретты Местер¹¹² на примере группы исследований показано, что в 1920-е годы эмиссии корпоративных ценных бумаг, андеррайтерами которых были банки, демонстрировали лучшее инвестиционное качество (меньшие кредитные риски), чем эмиссии, организованные брокерско-дилерскими компаниями. В исследовании Ш. Каломириса, посвященном финансовой истории¹¹³, доказывается, что модель универсального банка более приемлема для

¹¹¹ Comprehensive Reform of the Securities Market. – Tokyo: The Securities and Exchange Council, 1997, June 13. – Section 3. В частности, в тексте отмечается, что “одновременное вступление в банковский и трастовый бизнес, бизнес на рынке ценных бумаг был разрешен в контексте реформы финансовой системы, начиная с 1993 г., но не через банк непосредственно, а через дочернюю компанию – профессионального участника на рынке ценных бумаг с тем, чтобы обеспечить безопасность, хорошее финансовое состояние банка и урегулировать конфликт интересов”.

¹¹² Mester Loretta J. Repealing Glass – Steagal: the Past Points the Way to the Future // Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review. – 1996. – July / August. – P.P. 3-20.

¹¹³ Calomiris Charles W. Universal Banking and the Financing of Industrial Development / Policy Research Department, Financial Sector Development Department of the World Bank. – Wash.: World Bank, November 1995 - The World Bank Policy Research Paper № 1533.- 20 p.

развивающейся экономики, что финансовые издержки на индустриализацию (1870- 1913) в Германии были ниже, чем в США (именно в связи с тем, что в Германии была принята модель универсальных банков).

Экономические аргументы «за» и «против». Обычно к аргументам «за» относят: опыт устойчивого развития финансово-банковского сектора Германии (при полном выполнении им задач по финансированию инвестиций); снижение рисков за счет диверсификации услуг, синергии коммерческого и инвестиционного банковского дела, более крупных капиталов банков; комплексность обслуживания клиентов; создание равных конкурентных условий на финансовом рынке; экономия издержек; большую устойчивость универсального банка к циклическим колебаниям и т.д. Подробный анализ преимуществ универсального банковского дела (сопоставление европейского опыта и практики США) дан Х.-У.Дёригом.¹¹⁴

Аргументы «против» сводятся к различиям природы инвестиционного и коммерческого банковского дела, излишней концентрации власти у банков, непреодолимости возникающих конфликтов интересов, росту рисков в банковской системе (в которой особенно важны критерии устойчивости и благоразумного ведения финансовых операций), невозможности должной защиты инвесторов и др.

Во всяком случае, даже простое перечисление аргументов говорит о том, что выбору модели рынка ценных бумаг и банковского дела в стране должны предшествовать длительные дискуссии, тщательное изучение экономических последствий того или иного решения, что должны быть созданы рабочие группы, собраны мнения и аргументы для того, чтобы вынести взвешенное мнение, соблюсти баланс интересов, по выражению А. Левита (Председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам США).

Обобщающие исследования. Важным моментом в дискуссии об универсальном банковском деле и моделях рынка ценных бумаг стала публикация в 1998 г. Банком международных расчетов аналитического отчета, в котором дан обзор и суммируются итоги многолетних исследований в этой области.¹¹⁵ Что очень важно, подвергаются анализу, прежде всего, количественные исследования, которые были проведены в последние десятилетия с тем, чтобы доказать или опровергнуть аргументы “за” и “против”, используемые в дискуссии о моделях рынка ценных бумаг.

Основные выводы отчета:

- «в потенциале может быть получен значительный рост эффективности за счет соединения традиционной деятельности коммерческого банка с операциями на рынке ценных бумаг» (Р. 20). Основные источники роста эффективности, подтверждаемые количественным анализом: а) установление более глубоких отношений «банк-клиент» (взаимная лучшая

¹¹⁴ Дёриг Ханс – Ульрих. Универсальный банк – банк будущего. – М.: Международные отношения, 1999. – С. 21-80.

¹¹⁵ Santos Joao A.C. Commercial Banks in the Securities Business: a Review. - Basle: Bank for International Settlements, June 1998. – 29 p.

информированность, более длительные отношения, большее доверие, более широкий круг финансовых продуктов, предоставляемых клиенту, лучшее обслуживание его финансовых потребностей, снижение издержек на привлечение денежных ресурсов как банком, так и клиентом, лучшее информационное посредничество между эмитентом и инвестором в силу более глубокого знания клиента и т.д.), б) экономия издержек на масштабе финансовых операций («издержки одной организации на производство данного набора продуктов меньше издержек нескольких специализированных фирм, производящих тот же набор продуктов» (Р.7);

- «что касается конфликтов интересов, то стремление и возможности использовать эти конфликты ограничены значением, которое банки придают своей репутации, и ожидаемым рациональным поведением инвесторов... Конфликты интересов не составляют основательной причины для запрещения банкам выполнять операции с ценными бумагами» (Р.20). Эмпирические исследования конфликтов интересов, связанных с коммерческими банками, «не дают очевидных сильных свидетельств, что банки используют эти конфликты» (Р.11). В частности, сравнительные исследования деятельности коммерческих банков и брокерско-дилерских фирм показали, что банки предлагают клиентам более качественные инвестиционные продукты и по лучшей цене, чем брокеры – дилеры (Р.Р.11-12);

- как и в кредитной деятельности, риск в операциях с ценными бумагами поддается урегулированию и, соответственно, не может служить причиной для вывода банков из фондового бизнеса в качестве институтов, к финансовой безопасности которых предъявляются повышенные требования (Р.20). В частности (Р.Р. 13-14), брокерские операции и андеррайтинг, выполняемый на агентских условиях, не несут серьезного финансового риска, являются услугами. В андеррайтинге за собственный счет риск в значительной степени снимается тем, что андеррайтеры значительно занижают цены на размещаемые ценные бумаги в сравнении с ценами, которые они получают за них при последующем выводе на вторичный рынок. Что касается операций за собственный счет на вторичном рынке ценных бумаг, то исследования показали, что универсальные коммерческие банки в США до начала 1930-х годов вели эту деятельность с большей осторожностью, меньшими прибылями и меньшим риском, чем брокеры-дилеры. Тем не менее «исследования потенциального риска банков в операциях с ценными бумагами имеют смешанные результаты. И всё же представляется, что эти результаты опровергают идею, что бизнес с ценными бумагами несет высокие риски для банков... они показывают, что бизнес с ценными бумагами дает банкам – до определенной степени – преимущества диверсификации» (Р.16);

- что касается выбора корпоративной структуры (фондовый бизнес внутри банка, в составе дочерней компании банка или в составе холдинга, который владеет как банком, так и брокером-дилером), то «не существует какого-либо фундаментального подтверждения того, что банкам... должен быть ограничен выбор корпоративной структуры» (Р.20), в рамках которой ведется бизнес с ценными бумагами. «Дебаты в отношении корпоративной отделенности бизнеса по ценным бумагам остаются незаконченными. Эффективность корпоративной отделенности подвергается сомнению с различных точек зрения, и ни одна из двух моделей, которые на практике

используются, чтобы осуществить разделение бизнеса, – модель холдинговой компании и модель банка – материнской компании, – не доказала своего превосходства над другой. Однако остается фактом, что в тех странах, где банки имеют бóльшую свободу действий в выборе своей корпоративной структуры для интеграции фондовых операций с коммерческими банковскими операциями, они в целом предпочитают вести эту деятельность внутри банка (как это происходит в Германии, Италии и Швейцарии) или осуществлять их через дочернюю компанию (как в Великобритании). Модель холдинговой компании доминирует в США, но это представляется результатом регулятивных предписаний» (Р.19).

Конечный вывод отчета, опубликованного Банком международных расчетов в Базеле: «учитывая потенциальные преимущества от соединения традиционного коммерческого банковского дела с бизнесом по ценным бумагам, представляется желательным дать возможность коммерческим банкам войти в этот бизнес, предоставив им свободу выбора корпоративной структуры» (Р.21).

5.3. САМОРЕГУЛИРОВАНИЕ

В то время, когда в США в 1930-е годы принимались первые законы, регулирующие обращение ценных бумаг, на рынке ценных бумаг уже существовала организационная структура, регулировавшая поведение брокеров - фондовая биржа, являвшаяся организованным рынком. Поскольку фондовая биржа формировалась как организация, основанная на членстве, то с самого начала ее членам была очевидна необходимость справедливого и ответственного ведения дел с инвесторами и друг с другом. Ответственное поведение каждого члена было во взаимных интересах всех членов биржи. Поэтому биржа располагала процедурами, позволяющими призывать к порядку тех, кто проявлял недисциплинированность.

По ряду причин было решено не игнорировать эту "саморегулируемую структуру", а использовать ее как основу для дальнейшей работы. Операции на фондовой бирже по своему характеру могут быть весьма техническими, и в этих технических деталях лучше всего разбираются профессионалы рынка. Для того, чтобы правительственные регуляторы вникли в эти детали, необходимо время, но даже и после этого их знания не будут полными. Если же организации, занимающиеся операциями с ценными бумагами, сами регулируют свою деятельность, то они хорошо знают технические аспекты рынка. Кроме того, при саморегулировании у правительства нет необходимости нанимать значительное количество людей и оплачивать их труд. Вместо того, чтобы заниматься прямым регулированием, правительство может осуществлять надзор за саморегулируемыми организациями. Наконец, регулирование, осуществляемое людьми, непрерывно вступающими в контакт друг с другом (в отличие от внешних регуляторов, которые могут присутствовать на местах лишь время от времени), может быть более бдительным и последовательным.

Профессор Stuart Banner, чья цитата приводится ниже, резюмировал положительные последствия принятия Нью-Йоркской фондовой биржей ответственности за саморегулирование в начале 1800-х годов:¹¹⁶

«Практически нет сомнений в том, что способность биржи обеспечивать выполнение срочных сделок и отстранять нарушителей от участия в сделках послужила причиной увеличения объема торговли, что пошло на пользу членам биржи, выступавшим в качестве как спекулянтов, так и брокеров. Рост торговли, в свою очередь, способствовал тому, что инвесторы с большим желанием покупали акции новых предприятий, что повышало практическую ценность акционерной формы компаний. И чем больше акционерных обществ предлагало свои акции к публичной продаже на Нью-Йоркской фондовой бирже, тем больше становился объем торговли. Успешно регулируя свою собственную деятельность в первой половине XIX века, только лишь для того, чтобы приумножить свое собственное богатство, нью-йоркские брокеры содействовали росту рынка».

Однако саморегулирование не ограничивается фондовыми биржами. Концепция саморегулирования заключается в том, чтобы все профессиональные участники рынка ценных бумаг - будь то члены фондовой биржи, брокеры и дилеры, работающие вне биржи, инвестиционные компании (совместные фонды), андеррайтеры и другие участники - объединялись в профессиональные ассоциации, берущие на себя ответственность за саморегулирование. Профессиональные ассоциации (или "саморегулируемые организации") наделяются законом регулятивными функциями и отвечают перед государственным регулятором или регуляторами за эффективность выполнения этих функций. Государственные регуляторы контролируют саморегулируемые организации, обычно оставляя за собой право напрямую принимать меры в отношении члена профессиональной ассоциации в случае необходимости. Государственные регуляторы также могут оказывать помощь отдельным членам в случаях, когда саморегулируемая организация принимает по отношению к ним необоснованные или несправедливые меры.

Концепция саморегулирования соответствует традициям общего права и возникла на основе административного права **США** и **Великобритании**. Тем не менее, она успешно применяется в странах, не пользующихся общим правом, а в определенных странах с общим правом сталкивалась с рядом проблем. Например, в **Японии** сотрудничество между профессиональными участниками рынка и правительством достигло высот искусства, и это сотрудничество мало чем отличается от саморегулирования, хотя профессиональные участники рынка ценных бумаг и банковского сектора Японии никогда не отличались особыми успехами в создании саморегулируемых структур.¹¹⁷ В **Таиланде** саморегулированию предшествовал переходный период. Первоначально фондовая биржа была официальным правительственным регулятором рынка капитала. Затем был создан самостоятельный регулятивный орган, и фондовая биржа вновь стала организацией, основанной на членстве, с функциями саморегулирования.

¹¹⁶ Stuart Banner, «The Origin Of The New York Stock Exchange, 1791 – 1860», 27 JOURNAL OF LEGAL STUDIES 113, 140 (1998).

¹¹⁷ Curtis J. Milhaupt, "Managing the Market: The Ministry of Finance And Securities Regulation In Japan", 30 STANFORD JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 423, 469-481 (1994).

Аналогичная картина наблюдалась в **Индонезии**, где Джакартская фондовая биржа (Jakarta Stock Exchange) была правительственным учреждением, выполняющим функции государственного регулятора. После того, как ВАРЕРАМ - учреждение, регулирующее фондовый рынок ценных бумаг - заработало в полную силу, Джакартская фондовая биржа вновь превратилась в частную организацию, основанную на членстве, с функциями саморегулирования.

В **Латинской Америке** и **Европе** фондовые биржи возникли раньше государственных органов, регулирующих рынок капитала. В странах этих континентов традиция регулирования поведения на рынке и практики членов биржи зародилась еще в первых профессиональных организациях - гильдиях.

В тексте, приведенном ниже, профессор Вашингтонского университета Stuart Banner делает анализ развития Нью-Йоркской фондовой биржи как саморегулируемой организации. До 1863 г. Нью-Йоркская фондовая биржа называлась "Нью-Йоркским фондовым и биржевым советом» (New York Stock and Exchange Board).

Извлечение из: Stuart Banner, «The Origin Of The New York Stock Exchange, 1791 – 1860», 27 JOURNAL OF LEGAL STUDIES 113-116 (1998).

«В начале XIX века небольшая группа нью-йоркских брокеров создала с нуля организацию, которой к концу столетия было суждено стать одной из самых могущественных неправительственных организаций в мире. Возникновение и быстрое развитие Нью-Йоркского фондового и биржевого совета (старое название Нью-Йоркской фондовой биржи – от авт.) во многом может объясняться успехом брокеров в регулировании своей деятельности, благодаря которому они смогли разбогатеть сами и привлечь капитал других участников рынка, не являющихся членами биржи. Ценность регулятивной функции фондового и биржевого совета становилась еще более высокой потому, что значительная часть сделок не имела искивой силы в судах Нью-Йорка. В первые десятилетия своего существования Совет был единственной организацией, способной регулировать широкий круг рыночной деятельности и разрешать возникающие в связи с ней споры.

В последнее время саморегулирование в коммерческой сфере было объектом пристального внимания, поскольку, как обнаружилось, самые различные группы - от современных торговцев алмазами до средиземноморских купцов одиннадцатого века - имели собственные методы управления, независимого от государства и выгодного для самих групп ... Как удалось горстке фондовых брокеров в Нью-Йорке в начале XIX века построить с нуля организацию, которая ко второй половине столетия станет одной из самых могущественных неправительственных организаций в мире?

Частично ответ на этот вопрос связан с факторами, которые брокеры, естественно, не могли контролировать, а именно, с ростом американской экономики. Однако экономический рост не предполагает соразмерного ему роста результатов фондовых брокеров, и тем более не предполагает несоразмерно больших результатов, которые они и получили. Возникновение и быстрый рост Нью-Йоркского фондового и биржевого совета (New York Stock and Exchange Board)... может во многом объясняться успехом брокеров в формулировании правил, регулирующих новый рынок ценных бумаг и

разрешение споров с участием членов биржи. В частности, брокеры заполнили регулятивный вакуум, образовавшийся в результате отсутствия исковой силы у целой категории договоров, обычных для рынка ценных бумаг, в судах Нью-Йорка с 1792 по 1858 гг.

* * *

Самым ранним упоминанием о саморегулировании, предпринятом американскими торговцами ценных бумаг, является объявление в сентябре 1791 г. о проведении "Собрания нью-йоркских дилеров публичных фондовых бумаг в Кофейне". На этом собрании, устроенном всего лишь через несколько месяцев после начала проведения в Нью-Йорке ежедневных публичных аукционов долговых обязательств федерального правительства, "дилеры", количество которых неизвестно, заключили соглашение руководствоваться 14 правилами. Некоторые из этих правил представляли собой попытку организовать "картель" брокеров по операциям с ценными бумагами, представителей профессии, которой в то время в США было всего лишь несколько лет, но которая в Великобритании существовала уже в течение столетия. Подписавшим правила запрещалось, например, присутствовать на аукционе, который проводил аукционист, покупавший или продававший ценные бумаги на свой счет без участия брокера. Еще одно правило запрещало участникам вести дела с аукционистом, который не подписал соглашение. В последующие годы предпринимались новые, более целенаправленные усилия по созданию такого "картеля". В некоторых из правил предусматривался механизм, обеспечивающий принудительное выполнение договоров на продажу ценных бумаг. Например, пострадавшая в результате нарушения контракта сторона имела право покрывать убытки за счет рынка и затем получать их возмещение от нарушившей контракт стороны. В соответствии с другим правилом брокерам, нарушившим обязательства по договорам, не разрешалось более участвовать в каких-либо сделках. Установление неправительственного контроля, обеспечивающего принудительное выполнение договоров, станет важным компонентом саморегулирования в XIX веке. Остальные правила сводились к попыткам упорядочить проведение аукционов. Например, многие из предлагавшихся к продаже ценных бумаг должны были быть пронумерованы и "честно и ясно описаны". В процессе дальнейшего развития саморегулирования данному вопросу будет уделено большое внимание.

После краха рынка весной 1792 г. аукционы государственных ценных бумаг в Нью-Йорке прекратились, что сделало соглашение 1791 г. практически бесполезным. В мае 1792 г. 24 нью-йоркских брокера - 22 физических лица, являвшихся частными брокерами, и 2 фирмы, состоявшие из двух человек каждая, - подписали еще одно соглашение, включавшее всего лишь одно предложение об обязательстве "не покупать и не продавать отныне ни для какого лица никакие публичные фондовые бумаги за комиссионные, составляющие менее одной четверти процента". Это второе соглашение - очередная попытка учредить "картель" - было, по всей видимости, столь же безуспешным, как и первое.

Однако, несмотря на отсутствие какого-либо саморегулирования, торговля между подписавшими соглашение и другими брокерами продолжалась. Когда рынок федеральных долговых ценных бумаг стал быстро расти во время и после войны 1812 г., брокеры вновь попытались объединиться, на этот раз с большим успехом. В 1817 г. 27 брокеров - 19 физических лиц, являвшихся частными брокерами, и восемь фирм - создали собственную организацию - Нью-Йоркский фондовый и биржевой совет. Совет был создан для торговли не только акциями, но также валютой и монетами. Брокеры приняли

первоначальный свод из 17 правил, регулирующих торговлю и принятие новых членов. Возможно, нью-йоркские брокеры использовали модель аналогичной организации, существовавшей в Филадельфии, о которой, впрочем, не осталось точных сведений.

Организаторы Совета наверняка были знакомы с фондовой биржей, созданной брокерами в Лондоне во второй половине XVIII века, так что наличие или отсутствие американской модели особого значения могло и не иметь. В любом случае, в Филадельфии и Бостоне вскоре появились брокерские организации, аналогичные нью-йоркской. К 1832 г. у Филадельфийской фондовой биржи (Philadelphia Stock Exchange) было постоянное место для проведения торговли; через два года 13 бостонских брокеров образовали Совет бостонских брокеров (Boston Brokers' Board), позднее переименованный в Бостонскую фондовую биржу (Boston Stock Exchange)».

Извлечение из: Celia R. Taylor, "Capital Market Development in The Emerging Markets: Time to Teach An Old Dog Some New Tricks", 45 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 71, 73-79 (Winter 1997):

«В. Саморегулируемые организации.

Саморегулируемые организации представляют собой ассоциации профессиональных участников отрасли, которые соглашаются, в качестве условия вступления в организацию, добровольно подчиняться общим правилам и требованиям. Сторонники саморегулирования утверждают, что экспертный и оперативный характер саморегулирования часто является самым целесообразным и практичным средством регулирования. Когда объекты регулирования становятся фактическими участниками регулятивного процесса, они лучше понимают цель регулирования и свою заинтересованность в нем. В некоторых областях саморегулируемые организации могут содействовать соблюдению этических стандартов (помимо тех, которые могут быть установлены законом).

Таким образом, теоретически саморегулирование позволяет профессиональным участникам, работающим в отрасли и имеющим в силу этого необходимые практические основания, устанавливать и выполнять наиболее эффективные и действенные правила. Бесспорно, саморегулирование является экономически целесообразным, поскольку оно способствует эффективности правил и освобождает правительственные структуры от дорогостоящего бремени надзора. Кроме того, при саморегулировании участники сами заинтересованы в обнародовании правил, в то время как у правительственных служащих такой заинтересованности нет. Саморегулирование также мало подвержено влиянию политических изменений.

Критики саморегулирования указывают на неизбежные связанные с ним конфликты интересов. В докладе подкомитета Сената по ценным бумагам 1973 г. (1973 Senate Securities Sub-Committee Report) говорилось о следующих распространенных проблемах саморегулирования: объекты регулирования, естественно, относятся без особого энтузиазма к регулированию; возникает подспудное желание использовать видимость регулирования отрасли как щит против более серьезного регулирования; предприниматели склонны использовать коллективные действия для удовлетворения своих интересов путем введения недостаточно жестких – с позиций регулятивных нужд -

антимонопольных правил; появляется сопротивление изменениям в системе регулирования, которое обусловлено экономической заинтересованностью в ее сохранении в неизменном виде.

Необходимо также учитывать, что для существования СРО необходимы членские взносы. Например, фондовая биржа - одна из форм СРО - получает свой доход от сборов за допуск к котировке и ежегодных взносов, что на некоторых биржах может составить сумму до 500000 долларов. Финансовая заинтересованность биржи в регулярном взимании взносов может сдерживать ее регулятивную активность.

Несмотря на эти проблемы, на большинстве развитых рынков существует определенная степень саморегулирования. Есть много видов саморегулируемых организаций, и каждый может содействовать раскрытию информации эмитентом. Одной из форм СРО, обладающей большим потенциалом в плане введения требований о раскрытии информации эмитентом, является фондовая биржа, которая в качестве условия предоставления права на торговлю может требовать соблюдения определенных стандартов, обычно называемых правилами допуска ценных бумаг на фондовую биржу (стандартами листинга)".

Индия. Хотя правовая система в Индии основана на английском обычном праве, в этой стране были трудности с принятием концепции саморегулирования и воплощением ее на практике. Один из авторов работал техническим консультантом в Индии в 1997 г. Ниже приводится отрывок из его отчета о результатах миссии:

«Концепция саморегулирования находит все более широкое признание среди профессионалов рынка ценных бумаг и у регулятора - Совета по ценным бумагам и биржам Индии (Securities and Exchange Board of India). Для регулятора саморегулирование является необходимым средством расширения своего регулятивного влияния за пределы сферы деятельности своего ограниченного по численности персонала. Совет по ценным бумагам и биржам Индии (Securities and Exchange Board of India) потребовал, чтобы профессиональные посредники на рынках капитала объединились в саморегулируемые организации (СРО)... На сегодняшний день были образованы ассоциации брокеров на Бомбейской фондовой бирже (Bombay Stock Exchange) и Делийской фондовой бирже (Delhi Stock Exchange). Совместные фонды основали Ассоциацию совместных фондов Индии (Association of Mutual Funds of India (AMFI), торговые (инвестиционные) банкиры - Ассоциацию торговых банкиров Индии (Association of Merchant Bankers of India, (AMBI)».

МОДЕЛИ САМОРЕГУЛИРОВАНИЯ

Позиция в отношении СРО, выработанная международным профессиональным сообществом, не ограничивает (и не может ограничивать) **множественности СРО**, признавая при этом правомерность **различных моделей** саморегулирования. «Существуют различные модели саморегулирования, и степень, в какой используется саморегулирование, различается. Общими характеристиками СРО в большинстве юрисдикций являются их отделенность от правительственного регулятора (хотя обычно правительство сохраняет полномочия авторизации и надзора) и участие в

операционной деятельности СРО бизнеса, отрасли и, если это подходит, инвесторов» (раздел 7.2 документа IOSCO «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг»).¹¹⁸ Международная практика (см. *табл. 8*) включает **много моделей регулирования**, в том числе **модели без СРО, с одной СРО, выделяемой по функциональному признаку, или множественными СРО.**

*Таблица 8**

Сравнительная характеристика моделей регулирования рынков ценных бумаг

Модели регулирования				
Без СРО**	Отказ от модели СРО	Единственная СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по смешанным признакам)
Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Германия, Гонконг, Дания, Индия, Испания, Италия, Китай, Люксембург, Нидерланды, Тайвань, Турция, Финляндия, Франция, Чехия, Швеция, Швейцария	Великобритания***	Новая Зеландия, Польша, Корея	Япония (Japan Securities Dealers Association, Investment Trust Association, Bond Underwriters Association), Норвегия (Association of Norwegian Stockbroking Companies)	Канада (Investment Dealers Association + биржи) США (National Association of Securities Dealers, фондовые биржи, клиринговые корпорации, Municipal Securities Rulemaking Board, Securities Investors Protection Corporation)
22 страны	1 страна	3 страны	2 страны	2 страны

*Оценка моделей регулирования проведена по ISSA Handbook 1998 – 1999.

**В некоторых случаях существуют признанные профессиональные ассоциации, осуществляющие защиту интересов своих членов, а также – редко и в очень небольшой части – функции, обычно относимые к СРО (например, Палата официальных брокеров при Франкфуртской фондовой бирже (Chamber of Official Brokers) ведет надзор за своими членами).

***Создание (см. выше) FSA как квази-правительственного органа, подотчетного Министерству финансов, вместо «супер-СРО», как его называли, SIB (Securities and Investments Board).

Как следует из *табл. 8*, среди 30 крупнейших фондовых рынков мира наиболее распространена (более 75% стран) модель, в которой не существует – в очевидной форме - саморегулируемых организаций. Характерно, что отказ от сложной и множественной системы СРО в конце 1990-х годов произошел и в Великобритании, являвшейся одним из источников концепции саморегулирования. В секторе традиционных банковских операций концепция СРО вообще не применяется, будучи востребована, прежде всего, для рынка ценных бумаг, страховых и других финансовых продуктов.

Довольно распространено создание СРО по функциональному признаку (брокерско-дилерская деятельность, инвестиционная деятельность), по продуктовому признаку (например, муниципальные ценные бумаги), по закреплённости за определенным рынком (биржи, внебиржевой рынок) или инфраструктурой, обслуживающей определенные рынки. В последних случаях СРО выполняют не только функции саморегулирования, но и функции организации рынка, конкурируют между собой. «СРО становятся рынками, стремящимися к сохранению и усилению своих конкурентных позиций. По мере того как растет конкуренция между рынками и СРО агрессивно преследуют стратегию увеличения своей рыночной ниши».¹¹⁹ Именно так организовано саморегулирование в США, в рамках которого NASD создавалась в качестве СРО, за которой закреплён внебиржевой рынок и его

¹¹⁸ Objectives and Principles of Securities Regulation // International Organization of Securities Commissions. – 1998. – 27 p.

¹¹⁹ Market 2000. An Examination of Current Equity Market Developments // US Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation. – Study 6. - 1994, January. – P. P. 3-4.

торговые системы, как «OTC self-regulatory body»,¹²⁰ а фондовые биржи США приобрели статус саморегулируемых организаций.

Именно по этой модели в России создавалась связка Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) – Российская торговая система (РТС), повторяющая связь “NASDAQ – OTC market (внебиржевой рынок) - NASDAQ и другие торговые системы в рамках NASD”.¹²¹ так как фактически в России, в связке НАУФОР – РТС принята американская модель СРО. Это модель множественных СРО, которые являются не только саморегуляторами, но и «держателями рынков», конкурентами, что предполагает несовпадение стандартов, принятых на разных рынках (при том, конечно, что речь идет о несовпадениях, не затрагивающих фундаментальные принципы организации фондовых рынков и нормы, установленные государством).

Именно в силу логики американской модели СРО не только НАУФОР тесно связана с РТС, но и Национальная фондовая ассоциация (НФА), которая стала в 2000 г. второй СРО в брокерско-дилерской деятельности, опирается на рынок – конкурент РТС, Московскую межбанковскую валютную биржу, создавшую крупнейший в России рынок акций.

Дискуссия в России об организации саморегулирования. В 1999 – 2000 гг. в профессиональном сообществе велась дискуссия по поводу того, должна ли быть единственной саморегулируемая организация, которая “закреплена” за определенным видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и, в частности, за брокерско-дилерской деятельностью. Подспудно в этой дискуссии присутствовал спор между сторонниками “американской” и “германской” моделей рынка ценных бумаг. Реально, кроме НАУФОР, саморегулируемой организацией должна была бы стать Национальная фондовая ассоциация (НФА), членами которой являются преимущественно кредитные организации (в конце 2000 г. НФА стала СРО).

В частности, в исследовательском отчете британской компании “Cadogan Financial”, готовившей в конце 1999 г. материалы для ФКЦБ России, отмечалось, что “нам известны намерения создания СРО по институциональному признаку, в частности СРО профессиональных участников – кредитных организаций. Мы сомневаемся в оправданности и полезности такого шага, поскольку он ведет к возникновению разных стандартов деятельности организаций, занимающихся одной и той же деятельностью; разной степени жесткости в применении стандартов; и, в

¹²⁰ Teweles Richard J., Bradley Edward S., Teweles Ted M. The Stock Market. 6th Edition // John Wiley & Sons, Inc. - 1992. – P.7. См. также раздел сайта NASD в Интернете “Corporate Descriptions” (www.nasd.com/pr_section1.html), в котором, в частности, указывается, что NASD – «саморегулируемая организация в отрасли ценных бумаг, ответственная за регулирование NASDAQ Stock Market, также как за регулирование масштабного внебиржевого рынка и продуктов, торгуемых на нем».

¹²¹ Так, в разделе «История создания и развития» на сайте НАУФОР в Интернете (www.naufor.ru) указывается, что “изначально задачей НАУФОР была организация общероссийской электронной системы торговли ценными бумагами. И до последнего времени ассоциация успешно совмещала как функции саморегулируемой организации, так и организатора внебиржевых торгов”.

конечном итоге, к регуляторному арбитражу – т.е. решению профессионального участника вести бизнес в такой форме, чтобы оказаться под регулированием более мягкого СРО... Кроме того, при наличии угрозы превращения СРО в лоббистско- представительские центры, существование СРО по институциональному признаку создаст конфликт между участниками, принадлежащими к одному институту, и участниками, принадлежащими к другому институту... Определенный вид деятельности должен регулироваться только одной СРО.»¹²² «Возможность многочисленных СРО... ведет к разнице стандартов, арбитражу и конфликтам; зависимости деятельности СРО в большей степени от интересов ее членов, поскольку если СРО не будет служить реализации их интересов, они могут покидать СРО, сокращая финансовую базу».¹²³

В документе «Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России», подготовленном НАУФОР и Российской торговой системой в марте 2000 г., предлагалось «решить вопрос в пользу единственности СРО в одной отрасли профессиональной деятельности... Предлагаемое решение основано на предпосылке необходимости единства рынка с точки зрения стандартов поведения его участников. Наличие двух и более СРО в одной отрасли оправдано, если оправдано наличие разных стандартов. Но на одном рынке должен быть единый для всех участников стандарт. При условии единства стандартов необходимость в более чем одной СРО отпадает».¹²⁴

Приведенный анализ не содержит аргументов, который был бы неопровержим и который не имеет противоположных доводов. В частности, единство стандартов на рынке может достигаться через согласовательные действия СРО, через создание рабочих групп, обмен информацией, совместную работу под началом финансовых регуляторов, которые всегда выносят окончательные решения. Если удастся создать международные стандарты при огромных различиях в подходах тех или иных стран к финансовой деятельности, то почему этого нельзя сделать внутри одной финансовой отрасли? С другой стороны, если один и тот же вид профессиональной деятельности осуществляют различные финансовые институты (что делается повсеместно в мире и является – как стремление к универсализации – международной тенденцией), то почему не может быть стандартов, единых в главном, но устанавливающих особенности, присущие конкретным видам финансовых институтов? Почему “регуляторный арбитраж” должен сниматься запрещением на создание еще одной СРО, а не координацией действий нескольких СРО?

При этом участники дискуссии, защищающие единственность СРО, не указывали на опасность монопольного положения на рынке, которое занимает такая саморегулируемая организация, на превращение понятия

¹²² Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р.135.

¹²³ Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р.27.

¹²⁴ Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России//Национальная ассоциация участников фондового рынка; РТС. – 2000, Март – С. 32.

«саморегулируемая организация» в формальность, на исчезновение самого смысла саморегулирования, добровольности и инициативности как его основы, на риски для рынка, возникающие в том случае, если единственная СРО будет проводить политику, наносящую вред рынку (неправильные концепции его развития, предпочтение одних участников рынка другим, установление монопольно высоких цен на услуги СРО и др.). Конкуренция в 1998 –2001 гг. СРО в России – НАУФОР и НФА – принесла огромную пользу уже тем, что именно благодаря ей, а также в связи с конкуренцией финансовых регуляторов в центре внимания профессионального сообщества оказались фундаментальные вопросы развития рынка (дискуссии 1998 – 2000 гг. о политике восстановления фондового рынка).

Итоговыми выводами дискуссии оказались следующие. Аргументы, обосновывающие единственность СРО и относящиеся к равенству стандартов профессиональной деятельности и возможности регуляторного арбитража нельзя признать бесспорными. Им могут быть противопоставлены обратные доводы, включая возможный ущерб от монопольного положения одной СРО на рынке.

При этом существуют различные модели саморегулирования, в том числе предполагающие множественность СРО. Аргументы в пользу одной СРО для каждого вида профессиональной деятельности относятся к исчезнувшей в Великобритании системе саморегулирования. И, наоборот, в России де-факто принята американская модель саморегулирования, которая предполагает множественность СРО, их «закрепленность» за отдельными рынками, конкуренцию и несовпадение стандартов.

В этой связи либо НАУФОР должна была быть отделена от РТС и конкурентных интересов одного рынка и реорганизована так, чтобы в равной степени представлять интересы всех участников рынка (британская модель), либо необходимо было создать вторую СРО в брокерско-дилерской деятельности, опирающуюся на фондовый рынок, который стал крупнейшим в России (ММВБ и региональные валютные биржи). Именно это и произошло в 2000 г., когда Национальная фондовая ассоциация получила статус саморегулируемой организации на рынке ценных бумаг.

РЕГУЛИРОВАНИЕ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЕ САМОРЕГУЛИРУЕМОЙ ОРГАНИЗАЦИЕЙ

Извлечение из: David P. Doherty, Arthur S. Okun, Steven F. Korostoff, James A. Nofi, “The Enforcement Role Of The New York Stock Exchange”, Symposium: The Substance and Enforcement of Securities Fraud Provisions”, 85 NW. U. L. REV. 637-43 (1991).

«I. ВВЕДЕНИЕ

Нью-Йоркская фондовая биржа. Инк. (New York Stock Exchange) ("биржа" в дальнейшем) является одним из ведущих рынков ценных бумаг в мире и играет важнейшую роль в процессах образования и размещения капитала,

имеющих основополагающее значение для экономики. В число участников биржи входит более 1700 компаний различных стран мира, прошедших на бирже листинг, большое количество частных и институциональных инвесторов и приблизительно 535 фирм – членских организаций (компаний, в которых работают физические лица – члены биржи – от авт.). Для постоянной жизнеспособности рынка ценных бумаг необходимо доверие инвестирующей публики к рынку, ее уверенность в добросовестности и честности рынка и профессиональных участников, обслуживающих инвесторов.

Одна из главных функций биржи как саморегулируемой организации заключается в обеспечении принудительного выполнения членскими организациями биржи («сообществом членов биржи») положений Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) и правил, принятых на его основании, а также правил биржи. Такой подход к саморегулированию, осуществляемому биржей, задан требованиями указанного Закона 1934 г.

Биржа является неприбыльной корпорацией, управляемой Советом директоров ("Совет"), состоящим из двенадцати представителей общественности, двенадцати членов или ассоциированных членов биржи и штатного председателя, исполнительного заместителя председателя и президента. Совет отвечает за определение политики и программы биржи, а персонал биржи отвечает за их выполнение.

II. МЕРЫ ПРИНУЖДЕНИЯ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМЫЕ БИРЖЕЙ

Отдел биржи по обеспечению выполнения требований (Division of Enforcement) ("Отдел обеспечения выполнения"), который входит в Регулятивную группу биржи (Regulatory Group), отвечает за проведение расследований и принятие мер наказания в случае нарушений, совершаемых компаниями - членскими организациями биржи. Регулятивная группа (Regulatory Group) отвечает за регулятивные функции биржи в отношении членских организаций. В ней работает более 450 сотрудников, т.е. более четверти персонала биржи. Помимо Отдела обеспечения выполнения в Регулятивную группу входят: Отдел регулирования деятельности членских организаций (Division of Member Firm Regulation) ("Отдел регулирования"), отвечающий за проведение периодических проверок компаний - членских организаций и мониторинг их финансового положения, операций и практик продаж клиентам продуктов; Отдел наблюдения за рынком (Division of Market Surveillance) ("Отдел наблюдения"), ответственный за надзор за торговой деятельностью членов биржи, членских организаций и их клиентов.

III. РАССЛЕДОВАНИЯ, ПРОВОДИМЫЕ БИРЖЕЙ

A. Правовая основа проведения расследований.

В соответствии с разделом 6 (b) (1) Закона 1934 г. (Section 6 (b) (1) of the Securities Exchange Act of 1934) условия регистрации национальной фондовой биржи должны включать определение SEC о том, что биржа, в частности, имеет такую организацию и такие возможности, которые позволяют выполнять и обеспечивать выполнение ее членами и ассоциированными лицами положений Закона 1934 г., правил, принятых Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission (SEC) на основании Закона 1934 г. и правил биржи. Раздел 19 (g) (1) Закона 1934 г. требует, чтобы биржа обеспечивала принудительное соблюдение ее членами и

ассоциированными лицами этих положений. Биржа соблюдает свои функции по обеспечению принудительного исполнения законов и правил посредством проведения расследований и, когда это необходимо, принятия дисциплинарных мер. В соответствии с уставом биржи Совет (Board) облечен всеми полномочиями, необходимыми для ее управления и регулирования делового поведения компаний – членских организаций. Устав предусматривает также возможность передачи Советом (Board) своих полномочий соответствующим органам. Как указывалось выше, Совет (Board) делегировал полномочия по проведению расследований возможных нарушений Отделу обеспечения выполнения (Division of Enforcement).

Необходимо отметить, что полномочия Отдела обеспечения выполнения (Division of Enforcement) по расследованию возможных нарушений правил биржи, Закона 1934 г. и регулятивных положений SEC, принятых на основании Закона 1934 г., и наказанию за такие нарушения ограничиваются членами Биржи, членскими организациями и их служащими, а также ассоциированными членами и лицами, прошедшими авторизацию.

В. Основания для проведения расследований.

Отдел обеспечения выполнения (Division of Enforcement) получает информацию о возможных нарушениях из различных источников, в том числе из жалоб инвесторов, обращающихся непосредственно на биржу, и определенных документов, которые должны представлять членские организации. Членские организации обязаны, в частности, сообщать бирже об урегулировании претензий о возмещении убытков, превышающих определенную сумму, и принятии соответствующих дисциплинарных мер по отношению к своему служащему. Компании также должны сообщать о каждом случае, когда зарегистрированный служащий, не работающий более в компании, является объектом находящихся на рассмотрении жалоб клиентов или исков о возмещении убытков, превышающих определенную сумму.

Отдел обеспечения выполнения (Division of Enforcement) может также начать расследование на основании представлений Отдела регулирования (Division of Member Firm Regulation) и Отдела наблюдения за рынком (Division of Market Surveillance), а также Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Отдел регулирования делает представления в Отдел обеспечения выполнения по случаям возможных нарушений членскими организациями правил SEC и биржи, касающихся финансовых обязанностей брокеров-дилеров и защиты ценных бумаг и средств клиентов. Отдел регулирования также передает в Отдел обеспечения выполнения дела, связанные с оперативными проблемами и нарушениями в области практики продаж клиентам продуктов (sales practice). Отдел наблюдения за рынком направляет в Отдел обеспечения выполнения своевременные представления по случаям возможного манипулирования рынком, торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли), ненадлежащей торговой практики за пределами пола биржи ("пол") и возможных нарушений в зале, допускаемых специалистами или брокерами, работающими на полу. Представления SEC обычно касаются утверждений о ненадлежащей практике продаж клиентам продуктов. О возможных нарушениях Отдел обеспечения выполнения также узнает из сообщений в средствах массовой информации и других источников.

С. Процесс проведения расследований

Цель расследований, проводимых Отделом обеспечения выполнения (Division of Enforcement), заключается в подтверждении соответствующих

фактов, позволяющих определить, имело ли место нарушение и, если да, то какие действия должен предпринять Отдел. В ходе расследования, которое не является открытым, Отдел, в частности, собирает соответствующие документы, проводит неофициальные опросы и снимает официальные показания. Отдел может затребовать документы от членских организаций, служащих членских организаций и других лиц, имеющих информацию, относящуюся к расследованию Отдела. Отдел также обычно старается опросить всех клиентов, которые могли пострадать в результате нарушения, а также опросить и снять официальные показания со служащих компаний или других лиц, обладающих соответствующей информацией.

Члены биржи, членские организации и их служащие, а также ассоциированные члены и лица, прошедшие авторизацию, должны сотрудничать с Отделом, проводящим расследование. В соответствии с Правилем биржи 476 (a) (Exchange Rule 476 (a)) лица, не выполнившие просьбу биржи о предоставлении документов, показаний или другой информации, могут, в частности, быть исключены, временно отстранены, оштрафованы или лишены статуса ассоциации с членом биржи или членской организацией. В Правиле 477 (Exchange Rule 477) указано, что биржа может потребовать такого сотрудничества от лиц или организаций даже после того, как эти лица или организации перестали быть членами, членскими организациями или их служащими, или ассоциированными членами или лицами, прошедшими авторизацию, при условии направления биржей соответствующего уведомления таким лицам или организациям в течение одного года.

Отдел обеспечения выполнения не уполномочен направлять повестки в связи со своими расследованиями, и его право требовать показания и предоставления документов ограничено лицами и организациями, подпадающими под вышеуказанные категории. Например, Отдел не может заставить клиентов или других лиц, не подпадающих под одну из этих категорий (таких, как юристов или исполнительных директоров публичных компаний, которые могут иметь соответствующую информацию), предоставлять документы или являться для дачи показаний. Тем не менее, Отделу, в общем, удавалось заручаться добровольным сотрудничеством таких лиц. Это сотрудничество является большим подспорьем для Отдела в проведении его расследований.

По вопросам расследования биржей любого нарушения и наказания за него субъекты расследования, свидетели и любые другие лица, с которыми имеет дело Биржа в ходе расследования, имеют право быть представленными юристом или другим лицом.

По завершении своего расследования Отдел (Division of Enforcement) анализирует факты и определяет, имело ли место нарушение и, если да, решает, нужно ли рекомендовать применение официальных дисциплинарных процедур. Отдел обеспечения выполнения (Division of Enforcement) также принимает решение относительно того, какие лица или организации должны быть объектами таких процедур, и за какие нарушения следует наказывать. Отдел также может решить принять неофициальные дисциплинарные меры либо прекратить дело без каких-либо дальнейших действий.

Если Отдел обеспечения выполнения (Division of Enforcement) приходит к выводу о том, что необходимы официальные дисциплинарные меры, он готовит первоначальную рекомендацию о санкции. Обычно Отдел консультируется с другими старшими должностными лицами Регулятивной группы (Regulatory Group) и затем предоставляет дело руководителю Регулятивной группы на окончательное утверждение. Такое утверждение

необходимо до начала применения большинства официальных дисциплинарных процедур.

В некоторых случаях Отдел обеспечения выполнения (Division of Enforcement) может решить, что характер нарушения не требует принятия официальных дисциплинарных мер, и ограничивается неофициальными мерами дисциплинарного воздействия, например, направляет письмо с предупреждением или разъяснением. В письме-предупреждении обычно указывается на то, что Отдел серьезно обеспокоен поведением адресата и предупреждает, что любое нарушение в будущем может привести к принятию официальных дисциплинарных мер. Письмо-разъяснение, используемое реже, служит напоминанием адресату о соответствующем применимом правиле или стандарте поведения, но не является взысканием.

Правила биржи предусматривают и альтернативную форму дисциплинарного воздействия: биржа может наложить штраф на лица или членские организации на сумму, не превышающую 5000 долларов за некоторые нарушения, официально объявленные биржей как незначительные по своему характеру. Такое лицо или организация может либо заплатить штраф, либо опротестовать его в порядке, определенном для официальных дисциплинарных процедур.

В исключительных случаях биржа имеет право немедленно отстранить от биржевых операций лицо или компанию до разбирательства, например, компанию, находящуюся в таком затруднительном финансовом положении, что она не может продолжать операции без риска, в частности, для публики, кредиторов и других членских организаций. Однако необходимость применять это право возникает крайне редко.

Наконец, в тех случаях, когда Отдел обеспечения выполнения (Division of Enforcement) приходит к выводу, что ни официальные, ни неофициальные дисциплинарные меры не требуются, он закрывает дело без каких-либо дальнейших действий".

Извлечение из: Celia R. Taylor, "Capital Market Development in The Emerging Markets: Time to Teach An Old Dog Some New Tricks", 45 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 82 - 84 (Winter 1997).

«Потрясения на рынке, приведшие к созданию Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC), также способствовали появлению нового вида регулятивного органа в США. В ответ на крах фондового рынка конца 1920-х годов профессионалы в области ценных бумаг, стремившиеся восстановить свою репутацию, образовали национальную ассоциацию брокеров/дилеров (Национальную ассоциацию дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers, NASD) в дополнение к Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) для контроля за участниками рынка. Условия членства в ассоциации включали, в частности, выполнение правил, регулирующих деятельность членов, подчинение дисциплинарным санкциям в случае нарушений таких правил и соблюдения процедур, направленных на поддержку принципов справедливости и честности в торговле. Этот новый регулятивный орган получил официальное признание в поправках Акта Мэлони 1938 г. (Maloney Act) к Закону об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), в которых разрешалось образовывать саморегулируемые организации (CPO) на рынке ценных бумаг, работающие под контролем SEC. В соответствии с этим законом условия

членства в СРО должны были предусматривать право SEC пересматривать любые дисциплинарные решения и изменять или дополнять большую часть правил. Хотя законом не ограничивалось количество таких ассоциаций, NASD на сегодняшний день является единственной и объединяет в своих рядах подавляющее большинство брокеров, работающих на внебиржевом рынке.

NASD регулирует внебиржевой рынок и фондовый рынок Системы автоматических котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers Automatic Quotations, NASDAQ), а также другие специализированные рынки (под надзором SEC). Предъявляя существенные требования к брокерским/дилерским фирмам-членам и всем профессионалам на рынке ценных бумаг, связанных с ними, NASD также регулирует деятельность эмитентов, требуя от них подачи заявления о допуске ценных бумаг к листингу до участия в торговле на любом из рынков ценных бумаг, контролируемых NASD. Данное заявление о допуске к листингу обязывает выполнять требования (включая требование о раскрытии информации), в основном, аналогичные тем, которые применяются биржами. Таким образом, механизмы, диктующие определенное поведение, существуют независимо от того, где эмитент решит предложить к обращению свои ценные бумаги.

Одновременное развитие Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) и саморегулируемых организаций (СРО) на рынке ценных бумаг привело к появлению в США уникальной регулятивной модели. Хотя SEC продолжала оставаться главным официальным регулятором, исторический анализ роли SEC в течение десятилетий после принятия Законов говорит о том, что она сосредоточивала свою деятельность на одном аспекте своих регулятивных функций, а именно на раскрытии информации в соответствии с Законом 1933 г., передав многие другие функции по надзору за рынками, на которых торгуются ценные бумаги, саморегулируемым организациям, контролируемым SEC. Это раздвоение ответственности привело к возникновению в США двойной модели регулирования, при которой Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) следит за раскрытием эмитентами информации о выпусках ценных бумаг при их первичном размещении, а СРО отвечает за поведение брокеров/дилеров и раскрытие информации эмитентами для допуска на вторичные рынки.

Эта раздвоенная модель, которая постоянно адаптируется к новым потребностям рынка, содействовала тому, что рынок капитала США стал лидирующим в мире. В этой связи встает вопрос: какие уроки можно извлечь из понимания причин опережающего развития этого рынка? Хотя, возможно, и нецелесообразно просто переносить рассмотренную структуру полностью на новые рынки, опыт США дает полезную информацию о том, как построить модель регулирования, и показывает, насколько важно для каждого рынка создавать свою систему регулирования, соответствующую его конкретным нуждам, которые со временем могут меняться.

III. Регулирование на формирующихся рынках.

Используя структуру США как одну из основных моделей, создатели систем регулирования на формирующихся рынках должны были определить, будет ли подобное регулирование иметь тот же эффект в их странах. Описание нарушений, имевших место во время принятия законов США, полностью относилось и к положению в области первичного раскрытия информации эмитентом на многих формирующихся рынках. Мошенничество было по-

вместным, а отсутствие раскрытия информации - в порядке вещей. Однако, как показано в данной работе, модель регулирования в США является результатом постепенного процесса адаптации к потребностям рынка и его участников и управляет рынком, значительно отличающимся по уровню развития от рынков в Восточной Европе. Тот факт, что раздвоенная модель подходит для нынешних условий в США, не обязательно означает, что такая же модель на формирующихся рынках станет наиболее эффективным механизмом, способствующим скорейшему достижению максимальных объемов торговли.

Каждый из формирующихся рынков уже предпринял первые попытки рыночного регулирования. Теперь необходимо понять, являются ли эти попытки оптимальным решением или существуют альтернативы, которые способствуют скорейшему появлению активных рынков, столь необходимых этим странам».

ГЛАВА 6. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКОВ ДЛЯ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

6.1. ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКОВ, СОЗДАНЫХ ДЛЯ ОБРАЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Необходимость ликвидных рынков для торговли ценными бумагами. Рассмотрим значение ликвидности для финансовых активов. Существует множество форм финансовых активов: денежная наличность (1 доллар, 1 рубль, 1 иена); акция; 30-летняя облигация, выпускаемая Мировым банком; обещание друга выплатить определенную сумму через определенное количество дней; счет Вашей телефонной компании за ежемесячное обслуживание, создающий юридическое обязательство платежа, которое телефонная компания может продать со скидкой финансовому институту. Самой ликвидной формой финансовых активов является, безусловно, денежная наличность. Ее владелец может непосредственно обменять ее на товары или услуги. Он может пойти в магазин и, скажем, обменять ее на продукты питания; причем продавец без всяких колебаний согласится на обмен (если, конечно, денежная наличность не находится в форме валюты иностранного государства). В случае с иностранной валютой у продавца возникнут трудности с ее использованием для оплаты своих счетов; ему наверняка придется идти в банк и обменивать иностранную валюту на местную. Поэтому иностранная валюта имеет меньшую ликвидность по сравнению с местной.

Одна из характерных черт, которая отличает финансовые активы друг от друга, заключается, как правило, в степени конвертируемости в наличность. Предположим, Вам необходимо обратить в наличность два Ваших финансовых актива для того, чтобы выполнить некоторые свои обязательства: 30-летнюю облигацию Мирового банка и здание производственного назначения. Для того, чтобы продать здание производственного назначения, необходимо найти покупателя, который нуждается в таком здании и готов заплатить цену, предложенную продавцом. Вероятно, что продать 30-летнюю облигацию Мирового банка будет намного легче. Ликвидные финансовые активы являются очень привлекательными средствами хранения капитала.

Таким образом, ликвидность означает наличие покупателя на Ваш финансовый актив, который Вы желали бы продать, или же наличие продавца в случае, когда Вы желаете приобрести финансовый актив. В связи с этим встают такие существенные вопросы: как и где возможно найти покупателя или продавца? Как быстро можно их найти? Установление какой цены вправе ожидать продавец или потенциальный покупатель?

Чтобы быть привлекательными для большого числа инвесторов, инвестиции в акции или облигации должны быть ликвидными. Инвестор с гораздо большей охотой будет вкладывать средства в те акции, которые можно

легко вновь продать, если (а) инвестор пересматривает свое решение, (б) цена акций возрастает, и инвестор желает реализовать накопленную прибыль, или (в) цена падает, и инвестор понимает, что совершил ошибку, и желает продать данные ценные бумаги, чтобы купить другие активы. Обеспечение ликвидности акций и облигаций является одной из функций рынков, на которых торгуются ценные бумаги.

Инвесторы хотели бы иметь возможность покупать и продавать ценные бумаги, когда они этого пожелают, что подразумевает наличие в этот момент лица, с которым можно совершать сделки. Неактивный рынок может неточно отражать стоимость компании-эмитента, поскольку покупатели и продавцы могут основывать свои решения в ходе торговли на других факторах (например, продавцу срочно нужна наличность, и покупатель знает, что продавцу будет трудно найти другого потенциального покупателя). Когда инвестиции в акции недостаточно ликвидны, держатели акций предпочитают получать прибыль от инвестиций в виде выплат дивидендов, а не от возросшей стоимости самих акций в случае их продажи. При таких обстоятельствах, когда менеджеры компаний вынуждены платить дивиденды, прибыль, которая могла бы вновь инвестироваться в компанию для ее расширения и модернизации, вместо этого идет на выплату дивидендов. В случае, если бы рынок был ликвидным, держатели акций могли бы реализовать свою прибыль через продажу акций по ценам, возросшим благодаря успешному реинвестированию компанией своей выручки.

На ликвидном рынке ценных бумаг, на котором стоимость акций в обращении точно отражает финансовое состояние компаний, инвесторы могут фиксировать прибыльность своих инвестиций через продажу акций по более высокой цене. Инвесторы также знают, что в последующем они при желании смогут вновь приобрести акции. Кроме того, если компании предоставили полную и точную информацию о результатах своих операций, инвесторы смогут более точно оценить имеющиеся у них акции. В таких обстоятельствах решение о покупке или продаже будет обоснованным и рациональным.

Еще с давних времен признавалось, что рынок, являющийся общим для участников, способствует ликвидности. Единое место торговли, где могут встречаться все покупатели и все продавцы, заинтересованные в продаже или покупке любого товара, будь то сельскохозяйственная продукция, рыба, алмазы, поделки ручной работы или ценные бумаги, имеет явные преимущества и выгоды. Это - классическая концепция рынка. Покупатели приходят на рынок осмотреть все имеющиеся товары сразу и сделать свой выбор; продавцы приходят на рынок, зная, что найдут на нем покупателей. При взаимодействии всех покупателей и продавцов создаются оптимальные возможности для покупки и продажи.

Поэтому совершенно естественно то, что брокеры по ценным бумагам, получающие приказы на покупку и продажу акций, сочли целесообразным собираться в определенном месте в условленное время для создания оптимальных возможностей для торговли. После того, как была установлена такая система общей встречи в условленном месте, стало очевидным, что брокеры будут совершенствовать место торговли и создадут собственную организацию для управления рынком и осуществления других функций. Так

возникла фондовая биржа. Следующие выдержки описывают процесс становления фондовых бирж в **США, Великобритании, Японии и Китае**.

США. Профессор Вашингтонского университета Stuart Banner в своей статье рассматривает причины, побудившие брокеров организовывать фондовые биржи и брать на себя обязательства подчиняться их правилам и требованиям.

Извлечение из: Stuart Banner, «The Origin Of The New York Stock Exchange, 1791 – 1860», 27 JOURNAL OF LEGAL STUDIES 113, 120 - 125 (1998).¹²⁵

«Почему Нью-Йоркский фондовый и биржевой Совет (New York Stock and Exchange Board, старое название Нью-Йоркской фондовой биржи – от авт.) был столь успешным? Такая добровольная членская организация как Совет не смогла бы выжить, если бы не предложила своим членам нечто оправдывающее плату за их членство. Почему нью-йоркский брокер в первой половине XIX века был готов заплатить 400 долларов для того, чтобы стать членом Совета? Что он получал взамен? Хотя ответы на эти вопросы требуют большой аналитической работы при малом фактическом материале, можно выделить пять различных преимуществ, которые брокеры получали благодаря членству.

Первое преимущество, которое получал брокер в обмен на членский взнос, заключалось в упорядоченном процессе сведения покупателей с продавцами и постоянном доступе к залу, заполненному другими брокерами, каждый из которых мог при необходимости стать торговым партнером. Когда объявлялся новый выпуск акций, когда на аукционе выставлялся очередной пакет предложенных к продаже акций, на рынке собирались все заинтересованные в предложении участники - покупатели и продавцы - при минимуме затраченных усилий и времени. Вероятно, что издержки, связанные с заключением сделки, были ниже затрат на осуществление сделки за пределами биржи - "на улице", где неорганизованность торговли мешала продавцам конкретных акций по конкретной цене найти покупателей в достаточно короткий промежуток времени. Более низкие расходы, связанные с заключением сделок, были выгодны членам Совета во многих отношениях. Как брокеры, они могли проводить большее количество торговых операций за единицу времени, что приносило им больше комиссионных. Инвесторы, зная о такой оперативности, стали с большей охотой нанимать брокеров среди членов Совета, предпочитая их аутсайдерам, что также способствовало росту комиссионных, зарабатываемых членами. Способность Совета собирать на аукционе покупателей и продавцов могла позитивно сказываться и на ценах, т.е. меньшее количество неудовлетворенных покупателей и продавцов были вынуждены идти на уступки, чтобы найти торгового партнера, что было еще одним стимулом для инвесторов нанимать брокеров среди членов Совета. Члены Совета одновременно являлись и инвесторами, и поэтому им тоже были выгодны оперативность и цены, свойственные организованной торговле.

¹²⁵ Stuart Banner, «The Origin Of The New York Stock Exchange, 1791 – 1860», 27 JOURNAL OF LEGAL STUDIES 113, 140 (1998). Статья является разделом книги: Stuart Banner. Anglo – American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860 (Cambridge University, 1998).

Однако преимущества, связанные с доступом к организованной торговле, в первой половине XIX века были весьма ограниченными. Расходы на заключение сделок вне Совета, хотя, вероятно, и были выше, чем в Совете, но это превышение было незначительным. Сообщество нью-йоркских брокеров и то пространство, которое они занимали, по сегодняшним меркам были крошечными, т.е. на самом деле продавцам и покупателям не нужно было далеко идти или встречаться со многими людьми, чтобы охватить весь круг вероятных партнеров. Количество выпусков акций, которые можно было продать или купить, также было очень небольшим. Вероятнее всего, что все-таки объем торговли вне Совета значительно превышал объем торговли в Совете. Следовательно, преимущество, связанное с затратами на осуществление сделок, не было таким уж значительным. Конкуренция со стороны торговли за пределами Совета была постоянным источником опасности, поскольку для выживания Совету нужна была критическая масса членов и объема торговли. (Фондовая биржа со слишком малым членством и объемом торговли не дает никаких преимуществ доступа к торговым партнерам, и поэтому ей трудно будет найти новых членов или удержать старых). Признавая эту опасность, члены Совета приняли в 1836 г. резолюцию, запрещающую "любую покупку или продажу акций, прямую или опосредствованную, членами данного Совета за его пределами". Однако, по всей видимости, обеспечить принудительное выполнение этого правила было невозможно. В то время, когда Совет был закрыт, члены его продолжали работать "на улице".

Второе преимущество для члена Совета заключалось в том, что за свои 400 долларов он получал гарантию надежности своих торговых партнеров. Эта гарантия предоставлялась в двух формах: позитивной и негативной. В первом случае Совет с самого начала проверял, можно ли полагаться на то, что потенциальные члены будут соблюдать условия опционов и срочных сделок, занимающих порой по несколько месяцев. Заключение такой сделки с незнакомцем на улице могло быть делом рискованным: с наступлением срока платежа он мог просто исчезнуть. Поэтому по уставу Совета 1817 г. его членами могли быть только брокеры, "имеющие опыт работы не менее одного года" - достаточного периода для того, чтобы нью-йоркское сообщество брокеров узнало своего коллегу. За исключением краткого периода (1817-20 гг.), в течение которого действовало еще более строгое правило о двухгодичной стажировке, требование к члену биржи иметь опыт не менее одного года переключивалось из одного устава Совета в другой. Еще одно правило, остававшееся неизменным во всех уставах и предусматривавшее, что заявление о принятии в члены Совета должно быть отвергнуто, если против него проголосуют три члена Совета, служило той же цели: если в способности или желании заявителя выполнять свои обязательства были сомнения, его заявление легко могло быть отвергнутым. К 1848 г. у Совета сложилась репутация организации "для избранных". Для брокера - члена Совета эта избранность означала надежность его торговых партнеров: преимущество, объяснявшее хотя бы частично стремление брокеров стать членами Совета.

«Негативная» форма гарантии надежности, даваемой Советом, заключалась в том, что Совет выполнял две функции, которые удерживали членов от потенциально ненадежных торговых партнеров. Во-первых, начиная с 1820 г. Совет отстранял от участия в торговле "любого члена, который не выполняет свои договорные обязательства, или становится неплатежеспособным". Права члена могли быть восстановлены после расчетов с кредиторами и проведения голосования между остальными членами Совета (необходимое для восстановления членства количество голосов в разные периоды варьировалось). Однако пока член Совета не выполнял свои договорные

обязательства или оставался неплатежеспособным, от него практически держались подальше. Прямым последствием этого правила было ограничение состава потенциальных торговых партнеров лицами, являющимися платежеспособными и не нарушающими договоры. Косвенное последствие заключалось в стимулировании членом Совета выполнять свои договорные обязательства. Во-вторых, Совет с самого начала вел список лиц, не являвшихся его членами, нарушавших договоры с членами, и запрещал последним иметь с ними дело. В 1817 г., например, Совет "постановил, что Джеймс Арден не является компетентным, и ни один брокер не должен принимать приказ, исходящий от него». В начале этот список велся неофициально. Процедура была формализована в 1834 г., когда членам было объявлено требование "открыто сообщать Совету имя любого лица, которое нарушает договора с ними", будь то клиент, отказывающийся платить комиссионные, или не являющийся членом Совета брокер, не желающий выполнять договор. В обязанности Секретаря вменялось "ведение книги регистрации всех лиц, о которых сообщалось как о нарушителях". Членам Совета запрещалось вести дела с лицами, фамилии которых фигурировали в книге, "под страхом немедленного приостановления членских прав". Список нарушителей получил название "Черная книга".

Таким образом, в функции Нью-Йоркского фондового и биржевого Совета вошли сбор и продажа информации о кредитоспособности потенциальных торговых партнеров. За эту информацию пришлось заплатить бы гораздо больше на неорганизованном рынке, чем в рамках Совета. И брокеры, становившиеся членами Совета, действительно покупали эту информацию по более низкой, чем в других местах, цене, что частично объясняло притягательность членства. Однако и это преимущество ограничивалось, по всей видимости, небольшой разницей в стоимости информации. По кофейням, в которых любили сживаться нью-йоркские брокеры, быстро расходились новости о нарушении договора или несостоятельности, причем о таких новостях долго помнили. Каждый брокер, не являвшийся членом Совета, наверняка вел свой собственный черный список ненадежных лиц, который он хранил в памяти и который ненамного отличался от списка Совета.

Третье преимущество состояло в том, что одинаковые для всех критерии членства способствовали созданию репутации надежности самих членом Совета, что было полезно для привлечения клиентов. Инвесторы, которые должны были делать выбор между членом или не членом, вероятно, расценивали членство в Совете как "знак качества". В таком случае благодаря членству брокер получал больше заказов. Помимо чисто денежной стороны, членство в Совете, в особенности после того, как Совет зарекомендовал себя, давало определенный статус. Брокеры по-прежнему пользовались дурной славой, и, возможно, принадлежность к Совету делала их чуть более респектабельными.

Четвертое преимущество, которое давало членство в Совете, заключалось в доступе к важной информации - информации о текущих рыночных ценах. Спекулянт, знающий текущую рыночную цену акций, находится в более благоприятном положении, чем тот, кто не знает ее, т.к. ему легче определить, какая сделка может быть прибыльной. Так и брокер, знающий текущую рыночную цену, может более легко привлекать клиентов, чем не знающий. Ценность информации о рыночной цене и степень ее распространения находятся в обратной взаимозависимости: чем больше людей имеют информацию, тем меньше она стоит. Если же ее знают все, она ничего не стоит. С самого начала Совет понимал, что информация о курсах ценных бумаг могла быть ценной, только если она не выходила за его пределы.

Поэтому Совет старался ограничивать ее распространение. В апреле 1817 г., т.е. всего через месяц после образования Совета, члены проголосовали за наложение штрафа на "любого члена, покидающего зал во время продажи акций". Это правило последовательно включалось в последующие редакции Устава. Оно не позволяло члену Совета передавать информацию о цене лицам, не являющимся членами, до окончания торговли и давало членам равные возможности извлечь выгоду из их информационного преимущества перед лицами, не являющимися членами.

В том же году Совет предпринял еще более радикальный шаг для ограничения распространения информации. Члены "постановили, что член Совета или его партнер отныне не могут предоставлять для публикации сведения о ценах на акции, валюту или монеты". Однако здесь перед Советом вставала дилемма: с одной стороны, информация о рыночной цене является ценной, лишь пока ее публикация ограничена, а с другой - цена может стать рыночной, только если будет широко известна. Если бы цены, формировавшиеся во время торговли в Совете, хранились в постоянном секрете, они становились бы, если бы вообще становились, рыночными (на рынке, большая часть которого находится за пределами Совета) лишь после длительной торговли между членами и лицами, не являющимися членами. Информация о ценах, образовавшихся во время торговли в Совете, могла быть ценной только в случае ее распространения, но распространяться она должна была с определенным отставанием, достаточно большим для того, чтобы члены могли получить преимущество в торговле перед теми, кто не является членами. Поэтому Совет уполномочил своего Секретаря "сообщать сведения о ценах акций только один раз в неделю и лишь по одной текущей цене по своему усмотрению; а других курсов акций не предоставлять". Совет далее будет постоянно пытаться определить оптимальную частотность раскрытия информации о ценах; в конечном итоге, цены будут публиковаться ежедневно во многих газетах. Но и в этом случае у членов было преимущество по времени: в часы между закрытием торговли и публикацией результатов они могли вести торговлю "на улице" с брокерами, которые не были членами и еще не успели узнать цены дня. Поэтому, наверное, было столь трудно обеспечивать соблюдение запрета на торговлю вне биржи.

Впоследствии Совет принял еще два правила, направленные на извлечение максимальной выгоды из информации о ценах путем введения ограничений на ее распространение. Членам запрещалось "приводить лицо со стороны в Зал в рабочие часы". Кроме того, члены, "отправляющие ... информационные сообщения" во время торговли, облагались штрафом. (Последнее правило также обеспечивало равный доступ всех членов Совета к информации: членам запрещалось и получать какие-либо сообщения во время торговли). К середине века эти усилия по обеспечению максимальной выгоды от информации о ценах стали давать результаты. Брокер Henry Clews вспоминал, что когда он начинал свою карьеру в 1850-х годах, "спекулянты часто предлагали платить по 100 долларов в неделю, что в 10 раз превышало стоимость членства, за возможность подслушивать через замочную скважину во время торговли акциями". Даже если Клеуз немного и преувеличивал (цифра выглядит подозрительно внушительной), его рассказ является красноречивым свидетельством ценности своевременной информации о рыночных ценах. Таким образом, успех деятельности Совета в первой половине XIX века объясняется, в том числе, и его способностью контролировать доступ к этой информации.

Наконец, Совет давал своим членам механизм для регулирования торговли, обеспечения соблюдения договоров и разрешения споров, возникавших в

процессе торговли. Нью-йоркские торговцы ценными бумагами часто заключали "срочные сделки", которые сейчас мы называем фьючерсными: они заключали договор о передаче и оплате определенного количества акций по определенной цене в определенный день в будущем. Во многих, а то и в большинстве срочных сделок, номинальный продавец не являлся действительным собственником акций на момент заключения договора. Он мог покупать акции на рынке незадолго до наступления срока выполнения своих обязательств или же мог просто договариваться с номинальным покупателем не передавать вообще никаких акций, а выполнить договор в дату номинальной передачи посредством платежа наличностью обеим сторонам, на основе разницы в цене акций между датой заключения и датой поставки. И в том, и в другом случае срочная сделка являлась распространенной спекулятивной операцией, основанной на будущих изменениях цены, и была популярной среди торговцев ценными бумагами, поскольку не требовала расходов в момент заключения сделки».

Великобритания. Как отмечает профессор Mahoney в нижеследующем отрывке, посвященном развитию биржи в этой стране, система членства фондовой биржи неизбежно носит характер монополии. Лица, не являющиеся членами, не допускаются к торговле на бирже. Еще один важный элемент организаций, основанных на членстве, заключается в контроле за ценами на услуги, оказываемые организациями-членами, и предотвращении конкуренции в области указанных цен. Поэтому правительство всегда внимательно следило за тем, как фондовая биржа использует свои монопольные права.

Извлечение из: Paul G. Mahoney, "The Exchange As Regulator", Symposium: The Allocation of Government Authority, 83 VIRGINIA. LAW REVIEW 1453 (1997).

«В духе средневекового регулирования торговли, имевшего ограничительный и монополистический характер, лондонский суд старейшин в XIII веке получил от короля Эдуарда I право предоставлять лицензии лондонским брокерам, в том числе фондовым брокерам, а также ограничивать их количество и взимать с них сборы. Когда Парламент заинтересовался вопросами регулирования рынков ценных бумаг, он ограничил количество брокеров до 100 человек и предоставил полномочия по выдаче лицензий лорду-мэру. В XVIII веке в дискуссиях по вопросам регулирования фондового рынка в Великобритании постоянно поднимался вопрос о количестве лицензий, распределении этих лицензий среди потенциальных брокеров и размерах взимаемых сборов. И хотя, в основном, во время этих дискуссий говорилось, как обычно, о необходимости предотвращения излишней спекуляции и защите инвесторов, всё регулирование сводилось к распределению поступающих от брокеров сборов.

Несмотря на это, британская система регулирования не превратилась в жесткую монополию, охраняемую государством. Напротив, росла регулятивная роль самих бирж, а роль местных органов управления и национального правительства снижалась. В противоположность этому, в континентальной Европе национальные правительства зачастую активно вмешивались в управление биржами. При Наполеоне французские биржи стали квази-государственными институтами, а брокеры - члены бирж - гражданскими служащими, имевшими монополию на посредничество в операциях с ценными бумагами. Такое положение оставалось практически неизменным до

законодательных реформ 1980-х годов, проведенных в рамках подготовки финансовой либерализации Европейского Союза: в Германии правительства земель, на территории которых находились биржи, назначали специалистов (лиц, ведущих аукцион —от авт.); в Италии министерство финансов определяло количество брокеров на биржах. На большинстве бирж континентальной Европы комиссионные имели фиксированный размер, устанавливались и контролировались государственными регуляторами".

Япония. В приведенном выше отрывке из статьи (**параграф 1.2** книги) профессор Вашингтонского университета Curtis J. Milhaupt рассматривает развитие законодательства о рынках ценных бумаг в Японии, историю создания биржи в этой стране. Профессор Milhaupt делает анализ элементов системы торговли и поведения рынка. Как следует из его статьи, при отсутствии должных мер предосторожности вся торговля на фондовой бирже может превратиться в спекуляцию и подорвать ее способность выполнить свое основное экономическое предназначение.

Китай. В последнее время в Китайской Народной Республике продолжалось развитие организованных фондовых бирж. Китайские фондовые биржи создавались исключительно для торговли ценными бумагами.

Извлечение из: Jay Zhe Zhang, Comment, "Securities Markets and Securities Regulation in China", 22 N.C. J. INT'L L. & COM. REG. 557, 563-66 (1997).

«Б. Фондовые биржи

На сегодняшний день в Китае создана комплексная система торговли, состоящая из двух национальных фондовых бирж, двух национальных электронных торговых сетей и многочисленных трейдинговых центров в крупных городах и по всей стране.

Шанхайская фондовая биржа (Shanghai Securities Exchange, SHSE) и Шэньчженьская фондовая биржа (Shenzhen Securities Exchange, SZSE) являются двумя национальными фондовыми биржами. Они были созданы соответственно в 1990 г. и 1991 г. на основании местных правил о ценных бумагах, принятых муниципальными правительствами. В 1993 г. Комитет по ценным бумагам Госсовета принял Временные положения, регулирующие фондовые биржи, которые предусматривали единые национальные правила организации и работы фондовых бирж. Однако эти Временные положения не уточняли деталей правил и процедур. В результате на рынке ценных бумаг разразился ряд скандалов. По прошествии трех лет Комитет по ценным бумагам принял Положения об управлении фондовыми биржами (Биржевые положения (Exchange Measures), которые заменяли Временные положения и устанавливали всеобъемлющие новые правила, регулирующие деятельность бирж.

Биржевые положения, как и ранее действовавшие местные и национальные правила (Exchange Measures), определяют фондовые биржи как некоммерческие предприятия, которые имеют статус "юридического лица" и являются саморегулируемыми членскими организациями. Биржей управляет собрание ее членов, совет директоров и специальные комитеты. Совет

директоров является руководящим органом биржи. Есть два типа директоров: директора-члены, которых избирают члены биржи, и директора, не являющиеся членами, которых назначают государственные регулятивные органы. Каждая биржа имеет ревизионную комиссию, подчиняющуюся совету директоров, которая отвечает за контроль и проверку финансовой деятельности биржи. Членами биржи являются официально утвержденные инвестиционные институты. Члены могут голосовать за поправки к уставу биржи и снятие или избрание директоров или членов ревизионной комиссии на годовом собрании членов.

Новое регулирование значительно усилило правительственный контроль над ценными бумагами по сравнению с Временными положениями. Комитет по регулированию деятельности с ценными бумагами (CSRC) обладает громадной властью над биржами. В соответствии с Временными положениями контроль осуществляли региональные правительства, и CSRC выполнял лишь общую надзорную функцию. По новым же положениям фондовые биржи находятся под контролем CSRC, и региональные правительства лишены большинства своих полномочий в отношении бирж.

CSRC также непосредственно контролирует порядок регистрации и расчетов. Кандидатуры председателя и заместителя председателя совета директоров предлагаются CSRC после консультаций с региональными правительствами до избрания их в совет директоров. Кандидатуры генерального менеджера и заместителя генерального менеджера биржи также должны выдвигаться КРЦБ после консультаций с региональным правительством.

Правила и порядок биржевых операций предлагаются биржами и должны утверждаться CSRC. CSRC не только определяет общую политику, но и может контролировать повседневную деятельность бирж:

CSRC может, например, приостановить или возобновить торговлю. Изменения в количестве мест на бирже также должны утверждаться CSRC.

Помимо усиления контроля со стороны CSRC, Биржевые положения (Exchange Measures) также предусматривают большую ответственность бирж за управлением рынком. Для бирж разработаны подробные правила и процедуры строгого надзора за деятельностью ее членов и компаний, прошедших листинг на бирже. Биржи могут подвергаться наказаниям не только за собственные нарушения положений о ценных бумагах, но и за невыполнение правил своими членами и компаниями, прошедшими листинг. Кроме того, Биржевые положения (Exchange Measures) содержат новую главу о регистрации ценных бумаг и расчетах. Биржи должны создавать регистрационные и расчетные органы и выполнять существующие в этой области установления».

6.2. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ И САМОРЕГУЛИРОВАНИЕ

Монопольные права фондовых бирж и важная роль бирж в экономике побудили правительства в разных странах к введению механизмов контроля за их деятельностью. В большинстве стран на организацию и работу фондовой биржи необходимо разрешение правительства. Например, в соответствии с Законом США об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of

1934) фондовая биржа должна предварительно зарегистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC). Аналогичное требование действует в большинстве стран.

Законодательство США является хорошим примером положений, определяющих функции фондовой биржи в области регулирования. Поэтому эти положения приводятся ниже полностью.

Извлечение из: U.S. Securities & Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. 78f.

«§ 6 Национальные фондовые биржи

(a) Регистрация; подача заявления.

Биржа может быть зарегистрирована как национальная фондовая биржа... на основе поданного в Комиссию заявления о регистрации в такой форме, которую может предписать Комиссия, содержащего правила биржи и такую другую информацию и документы, которые может предписать в своих правилах Комиссия как необходимые или целесообразные для защиты интересов публики и инвесторов.

(b) Определение Комиссии, необходимое для регистрации заявителя в качестве национальной фондовой биржи.

Биржа не может быть зарегистрирована как национальная фондовая биржа, если Комиссия не определит, что:

(1) данная биржа имеет такую организацию и такие возможности, которые позволяют выполнять цели настоящей главы, а также соблюдать и ... обеспечивать соблюдение своими членами и лицами, ассоциированными с ее членами, положений настоящей главы, правил и требований, разработанных в соответствии с ними, и правил биржи;

(2) при условии соблюдения положений подраздела (c) настоящего раздела, правила биржи предусматривают, что любой зарегистрированный брокер или дилер, а также физическое лицо, ассоциированное с зарегистрированным брокером или дилером, может стать членом данной биржи, и любое лицо может стать ассоциированным с ее членом;

(3) правила биржи обеспечивают справедливое представительство своих членов в выборах директоров биржи и управлении ее делами и предусматривают, что, по крайней мере, один или большее количество директоров представляют эмитентов и инвесторов и не связаны с членом биржи, брокером или дилером;

(4) правила биржи предусматривают справедливое распределение разумных взносов, сборов и других платежей между своими членами, эмитентами и другими лицами, пользующимися ее услугами;

(5) правила биржи направлены на предотвращение мошенничества и манипулирования; способствуют принципам справедливости и честности в торговле, сотрудничеству и координации действий с

лицами, занимающимися регулированием, клирингом, урегулированием расчетов, обработкой информации в связи с операциями с ценными бумагами; направлены на устранение препятствий функционированию механизма свободного и открытого рынка и национальной рыночной системы и на ее развитие; в целом направлены на защиту интересов инвесторов и публики; не позволяют несправедливо проводить дискриминацию среди клиентов, эмитентов, брокеров или дилеров и не регулируют на основе полномочий, предусмотренных настоящей главой, вопросы, не связанные с целями настоящей главы или управлением биржи;

(6) правила биржи предусматривают, что (при условии соблюдения правил или распоряжений Комиссии (SEC) в соответствии с разделом 78q(d) или 78s (g) (2) данной части), ее члены или лица, ассоциированные с ними, подвергаются соответствующим мерам дисциплинарного воздействия за нарушения положений настоящей главы, правил и регулятивных требований, разработанных в соответствии с ними, или правил биржи путем исключения, приостановления членства, ограничения деятельности, функций или операций, штрафа, порицания, приостановления или запрещения статуса ассоциированности с членом Биржи, или другого соответствующего наказания;

(7) правила биржи соответствуют положениям подраздела (d) настоящего раздела и, в общем, предусматривают справедливую процедуру применения дисциплинарных мер в отношении членов и лиц, ассоциированных с членами, отказа в членстве лицу, желающему вступить в члены биржи, запрещения какому-либо лицу быть в ассоциации с членом биржи и пресечения или ограничения биржей доступа какому-либо лицу к услугам, оказываемым биржей или ее членом;

(8) правила биржи не предусматривают каких-либо ограничений на конкуренцию, не являющихся необходимыми или целесообразными для выполнения целей настоящей главы.

(с) Отказ в предоставлении членства в национальной бирже; отказ в предоставлении статуса ассоциации с членом; условия; ограничения в отношении членства.

(1) Национальная фондовая биржа отказывает в членстве (А) любому лицу, за исключением физического лица, не являющемуся зарегистрированным брокером или дилером или (В) любому физическому лицу, не являющемуся зарегистрированным брокером или дилером, или не находящемуся в ассоциации с ними.

(2) Национальная фондовая биржа может, а в случаях, когда Комиссия своим распоряжением предписывает эту меру как необходимую или целесообразную для защиты интересов публики или инвесторов, должна отказывать в членстве любому зарегистрированному брокеру или дилеру или физическому лицу, находящемуся в ассоциации с зарегистрированным брокером или дилером, и запрещать вступать в ассоциацию с членом любому лицу, которое подлежит по закону дисквалификации ...

(3) (А) Национальная фондовая биржа может отказать в членстве зарегистрированному брокеру или дилеру, или ограничивать его член-

ство какими-либо условиями, если (i) этот брокер или дилер не отвечает стандартам финансовой ответственности или операционной способности, или этот брокер, дилер или физическое лицо, находящееся в ассоциации с этим брокером или дилером, не отвечает стандартам подготовки, опыта и компетентности, которые определены правилами биржи; или (п) этот брокер, дилер или лицо, находящееся в ассоциации с этим брокером или дилером, осуществлял и, по всей вероятности, вновь может осуществлять деяния или практику, несовместимые с принципами справедливости и честности торговли. Национальная фондовая биржа при приеме в члены может рассматривать и проверять квалификацию заявителя и физических лиц, находящихся в ассоциации с данным заявителем, в порядке, установленном правилами биржи.

(В) Национальная фондовая биржа может запретить физическому лицу становиться членом или вступать в ассоциацию с членом, или может ограничивать какими-либо условиями членство физического лица или статус ассоциации физического лица с членом, если такое физическое лицо (i) не отвечает стандартам подготовки, опыта и компетентности, которые определены правилами биржи; или (ii) осуществляло и, по всей вероятности, вновь может осуществлять деяния или практику, несовместимые с принципами справедливости и честности торговли. Национальная фондовая биржа может рассматривать и проверять квалификацию заявителя, подавшего просьбу об ассоциации с членом, в порядке, предусмотренном правилами биржи, и требовать, чтобы любое лицо, находящееся в ассоциации с членом, или имеющее подобный статус, зарегистрировалось на бирже в установленном порядке.

(С) Национальная фондовая биржа может запретить любому лицу вступать в ассоциацию с членом биржи, если это лицо не соглашается (i) раскрывать бирже такую информацию о своих соглашениях и сделках с членом, которая может быть указана в правилах биржи и (ii) предоставлять свою отчетную документацию для проверки точности поданной информации.

(4) Национальная фондовая биржа может ограничивать (А) количество членов биржи и (В) количество членов и назначенных представителей членом, которым разрешается заключать сделки в зале биржи без пользования услугами другого лица, выступающего в качестве брокера.

(d) Дисциплина членов национальной фондовой биржи и лиц, находящихся в ассоциации с членами; упрощенная процедура дисциплинарного воздействия.

(1) При проведении национальной фондовой биржей рассмотрения на предмет того, следует ли принимать дисциплинарные меры в отношении члена биржи или лица, находящегося в ассоциации с членом (за исключением упрощенных процедур дисциплинарного воздействия в соответствии с пунктом (3) настоящего подраздела), биржа выдвигает конкретные обвинения, извещает о них члена биржи или лицо, предоставляет ему возможность защищаться и ведет соответствующую документацию. Решение биржи о принятии дисциплинарных мер должно быть подкреплено документом, излагающим:

(А) действия или практику, которые, как выяснилось, осуществлял данный член биржи или лицо, находящееся с ним в ассоциации, или его бездействие;

(В) конкретное положение настоящей главы, правил или регулятивных требований, разработанных в соответствии с ней, или правил биржи, которое, как считается, было нарушено в результате такого действия или практики, или бездействия;

(С) налагаемое наказание и его причины”.

Каждая страна может по-своему определять **распределение функций регулирования между фондовой биржей и государством**. Некоторые специалисты считают, что фондовая биржа лучше регулирует рынок ценных бумаг, нежели правительство. В своей статье профессор юридического факультета Нью-Йоркского университета Marcel Kahan излагает существо двух различных подходов к этому вопросу.¹²⁶ В соответствии с первым подходом¹²⁷ правительства уступают фондовым биржам в области регулирования. Во-первых, фондовые биржи сами "живо заинтересованы в принятии правил, благоприятных для инвесторов, для того, чтобы сделать операции на бирже более привлекательными и тем самым максимально повысить прибыль членов биржи". Во-вторых, фондовые биржи являются организациями, работающими в условиях конкуренции, которые, как утверждается, вынуждают биржи вырабатывать более оптимальные правила регулирования по сравнению с вводимыми правительством мерами, которое не испытывает конкурентного давления. Наконец, фондовые биржи работают непосредственно в области, подлежащей регулированию, и поэтому более информированы, чем правительство. В результате правила бирж лучше соответствуют реальным условиям.

Профессор Marcel Kahan и другие считают, что фондовые биржи должны заниматься регулированием в контексте более широко понимаемой государственной системы регулирования. Некоторые из аргументов приводятся в следующей выдержке из его статьи, опубликованной в журнале VIRGINIA LAW REVIEW 1509, 1516(1997).

“Есть две причины, по которым фондовые биржи могут быть более компетентными регуляторами, чем правительства. Первая связана с конкуренцией. По сравнению с государственными органами, фондовые биржи, будучи частными предприятиями, больше заинтересованы в повышении собственной компетентности, необходимой для выживания в условиях конкуренции. Как показано ниже, степень влияния этого фактора будет зависеть от того, какая конкуренция существует между фондовыми биржами, и как биржевое регулирование соотносится с обязательным федеральным регулированием или регулированием штатов.

¹²⁶ Marcel Kahan, “Some Problems With Stock Exchange-Based Securities Regulation”, Symposium: The Allocation of Government Authority, Commentary 83 VIRGINIA LAW REVIEW 1509, 1510, 1516-18 (1997).

¹²⁷ Аргументы в пользу данного подхода высказывает профессор Paul G. Mahoney, “The Exchange As Regulator”, Symposium: The Allocation of Government Authority, 83 VIRGINIA LAW REVIEW 1453 (1997).

Во-вторых, в ходе своей обычной (т.е. не являющейся регулятивной) деятельности фондовые биржи могут получать информацию, которая помогает им в разработке определенных правил, относящихся к рынку ценных бумаг. Например, фондовые биржи могут иметь информацию о том, нужна ли и в какие моменты времени нужна стабилизационная торговля для того, чтобы способствовать размещению нового выпуска акций. Насколько велико в таких ситуациях преимущество биржи в компетенции в сравнении с государственным органом, зависит от типа регулирования.

С другой стороны, государственные регуляторы могут иметь преимущество в том, чтобы принудить участников рынка к выполнению правил. Я широко толкую фразу "принуждение к выполнению правил", как включающую три отдельных аспекта: право принимать обязательные для исполнения правила, наказание за нарушения и надзор за исполнением.

По крайней мере, внутри первого круга участников рынка регулятивные права фондовых бирж основаны на согласии тех, кто подвергается регулированию. Компании, решающие получить допуск к котировке своих акций на бирже (листинг), брокеры и дилеры, заключающие сделки на бирже, должны соглашаться соблюдать правила биржи. В результате у биржи появляется право регулировать и деятельность компаний, чьи ценные бумаги прошли листинг, и работу членом биржи. Не столь очевидным, однако, является основание, на котором биржа могла бы принимать правила, обязательные для широкого круга инвесторов, такие как требования о раскрытии информации для крупных держателей акций, маржевые требования или правила, запрещающие манипулирование ценами акций. Конгресс, конечно, мог бы принять закон, наделяющий биржи правом принимать такие правила и делать такие правила обязательными для всех. Однако такая широкая передача правительственных полномочий частным организациям, даже если бы она была конституционной, вызывала бы другие проблемы.

Так, даже в тех случаях, когда биржа может принимать правила, ее возможности наказывать за нарушение правил являются ограниченными. У биржи, в частности, нет права налагать уголовные санкции за нарушение ее правил, и даже право облагать штрафом может быть ограниченным. Поэтому, по крайней мере, в тех случаях, когда оптимальная система санкций должна предусматривать уголовные наказания, важная роль в определении и обеспечении принудительного выполнения правил, относящихся к ценным бумагам, принадлежит правительствам.

Еще одна проблема, связанная с передачей регулятивных полномочий биржам, заключается в том, что биржи недостаточно заинтересованы в осуществлении надзора за соблюдением своих правил. В тех областях, где при отсутствии надзора нарушения часто остаются незамеченными (а я полагаю, что это характерно для многих аспектов регулирования), надзор выполняет две функции: он повышает вероятность выявления нарушений и помогает находить и наказывать нарушителей. Однако без первой функции биржа предпочла бы обойтись. Биржа заинтересована в том, чтобы инвестирующая публика считала, что правила биржи вообще не нарушаются, в то время как выявление нарушений подрывает репутацию биржи, даже если нарушителя находят и наказывают. Таким образом, пока биржа считает, что в отсутствие надзора некоторые нарушения будут оставаться незамеченными, она не будет заинтересована в таком надзоре. Внешние надзорные органы, такие как федеральное правительство, не имеют подобной заинтересованности в создании общественного мнения об отсутствии нарушений. Таким образом, внешние надзорные органы могут осуществлять надзор за соблюдением

правил, относящихся к ценным бумагам, более эффективно, чем фондовые биржи».

Великобритания всегда гордилась тем, что ее система регулирования рынка ценных бумаг имеет минимальную законодательную основу и опирается, как отмечал один автор, на "кодекс правильного поведения и старые связи между членами клуба". В Великобритании на фондовой бирже лежала главная ответственность за контроль над содержанием проспектов эмиссии и защиту публичных инвесторов от мошенничества и манипулирования на рынке ценных бумаг. До "Большого взрыва" (Big Bang) – образно названной реформы финансового сектора в 1986 г. - эквивалента Комиссии по ценным бумагам и биржам США в Великобритании не было. В приведенном ниже тексте рассматривается практика государственного регулирования в Великобритании в середине 1990-х годов, сложившаяся после «Большого Взрыва», и роль биржи в этой стране в качестве регулятора.

Извлечение из: Jay D. Hansen, "London Calling?: A Comparison Of London And U.S. Stock Exchange Listing Requirements For Foreign Equity Securities", 6 DUKE J. COMP. & INT'L L. 197, 212-13 (1995).

«Хотя англичане не считают свою систему регулирования аналогичной американскому регулятивному гиганту - Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), между двумя системами имеется много схожего. Британским эквивалентом SEC является Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board (SIB) - учреждение, наделенное регулятивными полномочиями в соответствии с Законом о финансовых услугах (Financial Services Act). Согласно Закону о финансовых услугах (Financial Services Act), SIB может разрабатывать правила и регулятивные положения, имеющие силу закона, разрешать деятельность инвестиционных институтов, признавать и передавать полномочия саморегулируемым организациям ("CPO").

Саморегулируемые организации (CPO) в Соединенном Королевстве, как и биржи в США, играют ключевую роль в регулировании поведения участников финансовых рынков, распространяя и обеспечивая соблюдение своих собственных правил. Как и в США, правила CPO контролируются вышестоящим регулятивным органом - Советом по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board (SIB). Поэтому для того, чтобы добиться признания SIB, саморегулируемая организация должна принимать такие правила и стандарты их соблюдения, которые обеспечивают требуемый Законом о финансовых услугах (Financial Services Act) уровень защищенности инвесторов.

Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE) играет центральную роль в установлении требований допуска ценных бумаг на биржу (листинга) и непрерывной отчетности для компаний, желающих получить листинг на LSE. В отличие от США, где регулятивный орган играет главную роль в определении того, какая информация должна быть раскрыта для получения допуска ценных бумаг на биржу, в Соединенном Королевстве эту центральную роль играет сама биржа. "Правила листинга ценных бумаг", известные как "Желтая книга" (Yellow Book), включают правила и процедуры, применимые к компаниям, желающим получить допуск своих ценных бумаг к котировке (листинг) на Лондонской фондовой бирже».

Вследствие драматических изменений в результате "Большого взрыва" в **Великобритании** появилась потребность в более формальной структуре регулирования. В соответствии с Законом о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act) была создана такая регулятивная структура, которая носила более формальный характер и имела несколько уровней.¹²⁸ На высшем уровне находилось правительственное учреждение - Министерство торговли и промышленности (Department of Trade and Industry). Это правительственное учреждение, в свою очередь, передало конкретные регулятивные полномочия Совету по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board (SIB), состоящему из представителей частного сектора, назначаемых правительством.

Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board (SIB) устанавливал правила для саморегулируемых организаций, в том числе фондовых бирж и образований, которые англичане называли "признанными профессиональными организациями" (Recognised Professional Bodies), и утверждал правила, разрабатываемые этими организациями. Профессионалы-посредники на рынке ценных бумаг, если они не имеют специального разрешения, должны были быть членами саморегулируемой организации, фондовой биржи или признанной профессиональной организации.

Как уже указывалось (см. пункт 4.1.), с 1997 г. в Великобритании началась новая реформа системы регулирования финансового сектора. Функции Совета по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board (SIB), как и многих других саморегулируемых организаций, перешли к мегарегулятору - Совет по финансовым услугам (Financial Services Authority, FSA).

В **Германии** восемь фондовых бирж работают независимо друг от друга. У каждой есть свои собственные правила, но эти правила подчиняются местным и федеральным законам. Помимо этого, фондовые биржи в Берлине и Гамбурге подлежат контролю и надзору со стороны местных торгово-промышленных палат. Фондовые биржи в Бремене, Дюссельдорфе, Ганновере и Штуттгарте контролируются и находятся под надзором со стороны независимых ассоциаций членов фондовых бирж. Франкфуртскую фондовую биржу (Frankfurt Stock Exchange) контролирует акционерное общество, акции которого принадлежат членам фондовой биржи. В свою очередь, органы, осуществляющие надзор за биржами, подотчетны государственному комиссару в каждой административной области (земле) Федеративной Республики, имеющей юрисдикцию над местом, в котором располагается фондовая биржа.

В некоторых странах фондовая биржа становится основой контроля над рынком ценных бумаг. В **Таиланде** Фондовая биржа Таиланда (Stock Exchange of Thailand) в течение ряда лет выполняла как биржевые, так и регулятивные

¹²⁸ Новая схема регулирования была введена в момент, когда начал действовать Закон о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act). Кроме того, с 27 октября 1986 г. были отменены фиксированные ставки комиссионных, ликвидированы барьеры между банками, страховыми компаниями, брокерами и маркет-мэйкерами. Соответственно, это способствовало тому, что на рынке андеррайтинга возникло много конкурирующих участников.

функции до создания в 1992 г. Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission).

Нижеследующее решение апелляционного суда в **Малайзии** иллюстрирует роль фондовой биржи как главного регулятора деятельности своих членов. В данном случае член Куала-Лумпурской фондовой биржи (Kuala Lumpur Stock Exchange) обратился в суд с просьбой отменить решение комитета фондовой биржи, признавшего данного члена ответственным за нарушение правил фондовой биржи и наложившего на него штраф. Признавая, что суд может пересматривать решения фондовой биржи, апелляционный суд Малайзии определил, что фондовая биржа является компанией-гибридом: компанией, зарегистрированной в соответствии с Законом об акционерных обществах, и в то же время признанной и регулируемой Законом об отрасли ценных бумаг (Securities Industry Act) 1963 г. Управление и полномочия, осуществляемые биржей, имеют "публичный характер", который "накладывается на договорные отношения с ее членами". Суд исходил из того, что осуществление биржей полномочий по принятию дисциплинарных мер предусмотрено и предписано законодательством, в соответствии с которым министр утверждает сферу и тип таких полномочий, и что осуществление этих полномочий биржей может затрагивать жизненные интересы ее членов.

Извлечение из решения суда: OSK & PARTNERS SDN v TENGKU NOONE AZIZ & ANOR, KUALA LUMPUR, 1982 MLJ LEXIS 479; 1983-1 MLJ 179, DECIDED: 21 December 1982.

«Фондовая биржа является компанией с ограниченной ответственностью, зарегистрированной в соответствии с Законом о компаниях (Companies Act), и была образована на основе консенсуса ее членов. Она существовала еще до появления Закона, который был принят в 1973 г., но вступил в силу лишь 27 декабря 1976 г. В соответствии со статьей 30 Устава ее управляющим органом является Комитет. Когда Закон вступил в силу, биржа, в соответствии с § 98 (1) Закона, была признана фондовой биржей, утверждаемой согласно части III Закона и обязанной охватить своими правилами, с согласия министра (определенного как Министр, ответственный за рынок ценных бумаг в § 98 (2)), все вопросы, указанные в разделе 6 (2) (b), в течение шести месяцев после вступления Закона в силу. Закон предусматривал ряд положений, затрагивающих и фактически регулирующих ведение дел и функциональную деятельность биржи.

Раздел 5 запрещает организацию и существование какого-либо фондового рынка, за исключением фондовой биржи. В соответствии с разделом 6 Министр может утверждать созданное общество в качестве фондовой биржи, если он удовлетворен тем, как конкретные вопросы, указанные в подразделе (2) Закона, и в особенности в пункте (b) этого подраздела, учтены в правилах биржи. Мы будем ссылаться, в частности, на подпункт (ii) об исключении, приостановлении членства или наказании членов и, в общем, на подпункт (vi) о ведении дел биржи с должным учетом интересов публики и пункт (c), говорящий о том, что предоставление им разрешения должно отвечать публичным интересам. Таким образом, очевидно, что публичный аспект, проявляющийся в доминирующей роли Министра и, в особенности, в учете публичных интересов, конкретно предусматривается в организации фондовой биржи. По смыслу § 98 (1) сама биржа считается фондовой биржей, утвержденной в соответствии с разделом 6 Закона, вступившего в силу 27 декабря 1976 г., и поэтому признанной и регулируемой положениями этого

Закона. Раздел 7 требует оповещения Министра о любых поправках к правилам [согласно § 2 (1) включающим, в частности, заявление о регистрации и устав] фондовой биржи и оставляет за ним право отвергать всю поправку или часть ее. В разделах 9 и 10 указывается, что никакое лицо не может быть дилером ценных бумаг или представляться таковым, если оно не имеет лицензии дилера или его представителя, и раздел 8 предписывает льготный период для наказаний за несоблюдение этих положений после того, как вступит в действие Закон.

В разделе 52 предусмотрено право комитета фондовой биржи вводить в отношении своих членов дополнительные обязательства или требования, не включенные в положения части VII Закона. В разделе 54, в частности, в его подразделах (1) и (5) предусматривается внесение на счет биржи определенной суммы денег брокером ценных бумаг, который является членом этой биржи, или фирма или компания которого является признанной биржей. В разделе 55 указывается, что определенная сумма денег должна находиться у фондовой биржей в качестве фонда, переданного в траст, а раздел 56 требует, чтобы внесенные средства были инвестированы фондовой биржей. В разделе 58 содержится требование о том, чтобы фондовая биржа вела соответствующий учет всех внесенных средств. В разделе 61 говорится, что фондовая биржа должна образовывать и иметь страховой фонд на случай злоупотреблений, создаваемый в соответствии с положениями § 62 и управляемый комитетом от ее имени. В разделах 64 - 82 содержатся дополнительные положения о правах и обязанностях фондовой биржи и ее комитета в отношении страхового фонда. В частности, уместно сослаться на § 67, в котором предусматривается минимальный взнос на сумму 1000 долларов в страховой фонд биржи при вступлении в члены биржи или партнерство в компании-члене, или в состав дирекции компании-члена; а также обязательный годовой взнос в размере 500 долларов.

Цели биржи указаны в пункте 3 ее заявления о регистрации, подпункт (a) (i) которого определяет ее главную цель: "предоставлять, регулировать и поддерживать условия для работы фондовой биржи в Малайзии". В статье 6 ее устава содержатся требования, предъявляемые к членству, и, в основном, говорится о дилерах ценных бумаг. Статья 7 говорит о полномочиях Министра в отношении членства иностранных граждан. В соответствии со статьей 10 только дилеры могут быть членами биржи, и они должны иметь соответствующие лицензии согласно Закону. Статья 27, в частности, в пунктах (f), (h) и (i) предусматривает приостановление членства, исключение или другие дисциплинарные меры. Статья 30 посвящена вопросам управления и говорит об учреждении Комитета для управления делами биржи и их регулирования, а в статье 50 заложены права и обязанности Комитета и, в частности, указывается, что они подчиняются таким правилам и положениям, которые может принимать биржа на общем собрании при условии их соответствия статьям или положениям Закона. У нас также есть Правила биржи, касающиеся фирм и компаний-членов, в частности правило 2 об условиях торговли и правила 3 и 4 о требованиях и условиях, подлежащих выполнению фирмами и компаниями-членами. Правило 2 (2) говорит об обязательстве всех фирм-членов и компаний-членов соблюдать правила в обмен на привилегию торговать на бирже и пользоваться торговыми услугами биржи как об условии признания членства. Правило 2 (1) сводится к тому, что дилер, получивший лицензию в соответствии с Законом, должен участвовать в торговле как брокер или дилер ценных бумаг в составе фирмы-члена или компании-члена. Правило 8 (*31) касается приостановления членства, исключения или других дисциплинарных мер в духе статьи 27 устава биржи,

но с некоторыми дополнительными положениями и, очевидно, было подготовлено для удовлетворения требований раздела 6 (2) (b) (ii).

В этой связи, наверное, необходимо сразу отметить обязательство апелланта перед Комитетом в соответствии с правилом 2 (2), взятое 7 апреля 1977 г. в установленном порядке. Много внимания уделялось этому обязательству, и уважаемый судья делал на него значительный акцент, указывая, что это обязательство подчеркивает чисто договорной характер отношений между биржей, апеллантами и другими членами. Мы не считаем, что такой вывод полностью оправдан как совершенно сводящий на нет публичный аспект в этой концептуальной схеме, поскольку ситуация была бы точно такой же, даже если бы и не было требования брать такое обязательство, т.к. стороны в любом случае подчинялись бы положениям устава и правил. Обязательство "полностью подчиняться Правилам и соблюдать Правила" не означает, что у биржи есть "карт-бланш" действовать, как ей заблагорассудится, и превышать свои полномочия в отношении своих членов при осуществлении своих функций и обязанностей, которые определяются и регулируются законом, и, следовательно, имеют скорее публичный, чем частный характер. Исключительная ссылка на это обязательство в данном случае представляется ложным аргументом *restitutio in integrum*, поскольку она уводит от предмета спора, который заключается в том, имеет ли биржа законное право определять вопросы, затрагивающие права брокеров, и должна ли в таком случае действовать предусмотрительно.

Заключение

В свете положений Закона и основополагающих документов, на которые мы ссылались, а также на основании упомянутых нами принципов закона, можно сделать вывод, что биржа является компанией-гибридом - компанией, зарегистрированной в рамках Закона о компаниях (Companies Act), но признаваемой и регулируемой законодательством об отрасли ценных бумаг, и поэтому имеющей публичный характер, наложенный на договорные отношения со своими членами. Это - регулируемая законом организация, находящаяся под общим управлением и контролем Министра, и поэтому имеющая явный публичный аспект, отраженный, в частности, в требованиях положений раздела 6 (2) (b) (vi) и (c), который указывает на публичный интерес как на основной момент, принимаемый во внимание. Осуществление биржей полномочий по принятию дисциплинарных мер предусмотрено и предписано законодательством, в соответствии с которым Министр должен утверждать сферу и тип таких полномочий, и затрагивает жизненные интересы ее членов. Обычно законы, регулирующие ряд профессий, предусматривают создание органа для осуществления полномочий по принятию дисциплинарных мер в отношении своих членов. Однако в соответствии с Законом эти полномочия передаются органу, устанавливаемому не самим Законом, а утверждаемому Министром при соблюдении положений Закона, что практически равносильно созданию этого органа непосредственно в соответствии с Законом.

Говоря об этой оценке уважаемого судьи, следовало бы отметить, что на наш взгляд, сами обстоятельства указывают на то, что биржа является эксклюзивным профессиональным клубом в той же степени, в какой Совет по компенсациям за ущерб в результате уголовных правонарушений (Criminal Injuries Compensation Board) (in *Ex parte Lain* [1967] 2 QB 864, 882, который неоднократно с тех пор применялся) является благотворительной организацией. Утверждение компенсаций Советом не имело обязательной силы, его решения лишь улучшали возможность получения помощи от

Короны. Суд, однако, решил, что это обстоятельство не умаляет полномочий Совета.

Поэтому и Комитет, ответственный за управление делами биржи, является органом, имеющим законные полномочия определять права лиц, получивших лицензии в соответствии с Законом для работы биржевыми брокерами, из чего следует, что при выполнении своих дисциплинарных функций он обязан осуществлять эти полномочия с должной осмотрительностью и, вследствие этого, подлежит надзору со стороны судов, которые могут истребовать дела и налагать судебные запреты".

6.3. ФОНДОВАЯ БИРЖА КАК САМОРЕГУЛИРУЕМАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ

Как отмечалось и подчеркивалось в приведенных выше комментариях, фондовые биржи традиционно выполняли регулятивную функцию по отношению к своим членам и практике биржевой торговли. Брокеры сами заинтересованы в том, чтобы каждый брокер соблюдал правила и нес финансовую ответственность за совершаемые сделки. Репутация всех брокеров биржи зависит от порядочности и надежности отдельных брокеров. Вера инвестора в надежность и справедливость рынка чрезвычайно важна для всех участников. Поэтому фондовая биржа неизбежно стала организацией, контролирующей поведение своих членов и торговлю на своем рынке.

В своей статье профессор юридического факультета Университета Вирджинии Пол Махоуни рассмотрел историю развития фондовых бирж как регулятивных организаций.¹²⁹

Извлечение из: Paul G. Mahoney, "The Exchange As Regulator", Symposium: The Allocation of Government Authority, 83 VIRGINIA LAW REVIEW 1453, 1457-62 (1997).

«1. Теория и практика регулирования деятельности бирж

А. Теория

Фондовые биржи, т.е. организованные рынки, на которых специализированные профессиональные посредники торгуют ценными бумагами в соответствии с единым набором правил, существуют с XVII века. С самого начала правительства уделяли внимание деятельности этих рынков и пытались ее ограничивать. Однако для большинства бирж всеобъемлющее правительственное регулирование в области правил и процедур стало характерным лишь в XX столетии. Таким образом, на протяжении большей части своей истории биржи были главными регуляторами рынков ценных бумаг. Они посредничали между покупателями и продавцами и между эмитентами и инвесторами. Они определяли, как будут заключаться и как осуществляться сделки, какие стандарты финансовой ответственности должны соблюдаться брокерами и

¹²⁹ Paul G. Mahoney, "The Exchange As Regulator", Symposium: The Allocation of Government Authority, 83 VIRGINIA LAW REVIEW 1453, 1491-93 (1997).

какую информацию должны раскрывать инвесторам компании, прошедшие листинг. Эти правила служили дополнением к обычно применяемым правилам, относящимся к заключению и исполнению договоров, к агентским услугам (включая фидуциарные обязанности брокера перед клиентом), к обращающимся инструментам и т.д.

Биржи должны иметь сильные стимулы для принятия правил, выгодных инвесторам. Я не буду подробно останавливаться на аргументах в поддержку этого довода, поскольку они аналогичны аргументам, относящимся к стимулам любого производителя предоставлять товары и услуги, необходимые потребителям, и в любом случае, они уже приводились другими авторами. Биржи обычно принадлежат своим членам, являющимся брокерами или другими профессиональными посредниками. Поскольку их доходы растут в зависимости от объема сделок, посредники создают фондовые биржи, которые привлекают инвесторов своей ликвидностью. Обеспечивая ликвидность, биржа конкурирует с другими биржами и внебиржевыми рынками в привлечении компаний, чьи ценные бумаги она допускает к котировке (листингу), и инвесторов к покупке этих ценных бумаг. Рынок ценных бумаг, взятый как целое, конкурирует с рынками недвижимости, ценных металлов, антиквариата и т.п. в целях привлечения денежных средств инвесторов.

Привлекательность инвестиций в акции компаний, прошедших листинг, частично зависит от институциональной структуры рынка, на котором совершается торговля ценными бумагами. Рынок может предлагать большую или меньшую ликвидность, иметь влияние на цены, скорость осуществления сделок и надежность выполнения при больших или меньших затратах. У инвесторов могут быть различные предпочтения: некоторые могут предпочитать меньшие расходы, связанные с торговлей, более быстрому заключению сделок, другие могут предпочитать менее ликвидный, но анонимный рынок более ликвидному и информационно прозрачному. Вследствие этого мы можем наблюдать различные правила и процедуры, принимаемые различными рынками в интересах своих клиентов. Тем не менее, биржа выживает только в том случае, если достаточное количество инвесторов сочтут целесообразным использовать услуги биржи для покупки допущенных к котировке на ней ценных бумаг. Заметьте также, что эффективность этой конкуренции возрастает по мере устранения препятствий движению капитала. Чем больше отдельных (удаленных друг от друга географически) рынков участвуют в конкурентной борьбе за инвесторов, тем сильнее у каждого рынка стимулы принимать оптимальные правила.

В состязании за денежные средства инвесторов важна также инвестиционная привлекательность компаний, чьи ценные бумаги прошли листинг. Отдельная компания может привлечь инвестора только в том случае, если она предложит достаточный размер прибыли на риск. Одним из важных источников риска являются различия во мнениях инвесторов о состоянии компании. Компания может сократить эти различия, раскрывая финансовую и другую информацию.

Однако выбору компаниями оптимального объема раскрываемой информации могут мешать коллективные действия. Информация о конкретной компании полезна для всех инвесторов, но расходы, связанные с раскрытием информации, несут только держатели акций этой компании. Если последнее обстоятельство побудит большинство компаний не раскрывать информацию, то разница, отражающая риски, между ценой акций компаний, раскрывающих информацию, и компаний, не склонных это делать, будет небольшой, а размеры субсидирования акционеров компаний, не склонных к раскрытию

информации, со стороны компаний, раскрывающих большие объемы информации, будут значительными. С другой стороны, если большинство компаний будет раскрывать информацию, размеры субсидирования акционеров компаний, не склонных к раскрытию информации, со стороны компаний, раскрывающих большие объемы информации, будут значительно меньше, при этом величина дисконта к цене акций компаний, не склонных к раскрытию информации, будет больше. Неясно, имеет ли действительно данная проблема большое влияние на решения компаний о раскрытии информации. Если да, то в таком случае третья сторона, такая как биржа, имеющая возможности и стимул заручаться договорными обязательствами раскрывать информацию от широкого круга компаний, выберет свод правил, более приближающийся к оптимальному, чем компании, действующие неорганизованно. Биржа также может определить единую форму раскрытия информации (если этого желают инвесторы) и распределить расходы между всеми компаниями, чьи акции допущены на биржу.

Необходимость привлечения инвесторов, имеющих широкий круг альтернатив, должна побуждать биржи выбирать такие правила и стандарты допуска ценных бумаг на биржу, которые являются выгодными для инвесторов, до тех пор, пока ценность новых выгод для инвесторов не перевешивается расходами, связанными с ними. Исходящие из своих собственных интересов, члены бирж будут принимать нужные инвесторам правила, руководствуясь теми же соображениями, какими руководствуются пекари, которые, исходя из своих собственных интересов, готовят необходимый для потребителей хлеб.

Б. Практика

Организация и практика фондовых бирж на протяжении всей их истории демонстрировали понимание их членами связи между их собственным процветанием и процветанием их клиентов. Свод правил, принятый нью-йоркскими брокерами ценных бумаг в 1791 г. - самый ранний сохранившийся документ об организации нью-йоркского фондового рынка - в основном определял условия договоров и порядок их выполнения. В правилах, например, давалось определение сделок "за наличные" (выполняемых на следующий день), срочных сделок (выполняемых определенного числа по взаимной договоренности). Они предусматривали порядок передачи собственности на ценные бумаги и процедуры покрытия расходов в случае невыполнения договора одной из сторон. Аналогичные вопросы рассматривались в первом учредительном документе и уставе Нью-Йоркской фондовой биржи (New York Stock Exchange) в 1817 г., а также в уставе и правилах по состоянию на 1933 г.

Действуя как торговая ассоциация, брокеры создали свод норм частного договорного права, которые, ввиду большей специализации, могли быть более точными по сравнению с общеприменимым договорным правом. Опираясь на угрозу возможного отстранения от прибыльного бизнеса, эти нормы имели даже больше шансов быть выполненными, чем правила, выполнение которых обеспечивалось через суд. Частично это отражало желание членов биржи ускорить процедуру разрешения споров и сделать ее более предсказуемой. Созданный в 1792 г. свод норм частного договорного права стал необходимостью еще и потому, что нью-йоркская законодательная власть сделала невозможным принуждение в судебном порядке к выполнению условий большинства срочных сделок. Ввиду того, что брокеры были прежде всего посредниками, а не основными сторонами договоров, они фактически

"продавали" своим клиентам созданную ими систему частного права. То скрупулезное внимание, которое они уделяли деталям заключения договоров, их выполнения и возмещения убытков, свидетельствует о том, что они рассматривали качество данной системы как важное преимущество в конкурентной борьбе.

Члены биржи также признавали важность принципа честности рынка и добросовестности его участников для привлечения инвесторов. В уставе 1817 г. содержалось положение, запрещающее фиктивные сделки под страхом исключения из членов биржи. К 1933 г. правила биржи еще более категорически запрещали фиктивные сделки и другие мошеннические действия и давали совету управляющих право внесения изменений в сроки поставки ценных бумаг, если совет считал, что был организован манипулятивный корнер.

Третья важная категория правил была направлена на обеспечение финансовой надежности членов биржи и предотвращение неплатежей. Биржа проверяла потенциальных членов на финансовую надежность. Члену биржи, не обеспечившему выполнение своих договоров, грозило приостановление членства. Такие положения были выгодны не только другим членам биржи, но и их клиентам. Это видно на примере случаев, когда на основании жалоб клиентов о нарушениях договора членом биржи Совет управляющих приостанавливал его членство. Позднее биржа ввела правило, требующее от брокеров отделять ценные бумаги клиентов от собственных ценных бумаг для защиты клиентов в случае несостоятельности брокеров.

Правила фондовых бирж также касаются качества ценных бумаг, которые продаются на бирже. Торговля поддельными, недействительными или другими ничем не стоящими ценными бумагами вредит брокерам-агентам, но еще больший ущерб наносит основным сторонам договора. Таким образом, то внимание, которое фондовые биржи уделяли этим вопросам, отражает признание брокерами факта зависимости их процветания от убежденности клиентов в том, что они не зря тратят свои деньги.

Большое внимание в правилах фондовых бирж уделялось вопросу действительности акций, продаваемых на бирже. Первый комитет биржи, который был создан и работал на постоянной основе, - "Комитет по ценным бумагам" - занимался разрешением споров в связи с подделками и другими нарушениями, относящимися к сертификатам акций и облигаций. К 1869 г. биржа установила требование к листингу ценных бумаг, заключающееся в том, что всем участники рынка должны располагать точной информацией о капитализации каждой компании (т.е. о количестве акций, облигаций, находящихся в обращении, и других непогашенных обязательств). Тем не менее, Комитет биржи по листингу (Committee on Stock List) также проводил свои расследования на предмет действительности регистрации компании и ее прав на собственность, а также репутации ее товаров и услуг. В итоге, соглашение, подписываемое компаниями с биржей для получения листинга своих ценных бумаг, стало содержать требование о том, чтобы компании раскрывали полную финансовую и другую информацию, о чем более подробно пойдет речь ниже.

Делая общие выводы, можно сказать, что многие правила фондовых бирж до введения государственного регулирования были основаны на идее о том, что для привлечения инвесторов биржа должна обеспечить элементарную защиту от неплатежей, подделок, мошенничества, манипулирования и другого предотвратимого риска. Таким образом, правила фондовых бирж затрагивали

значительную часть широкого спектра вопросов, рассматриваемых в современных правилах и регулятивных нормах, относящихся к рынку ценных бумаг".

Саморегулирование тем не менее является «регулированием». В следующей статье штатные сотрудники и юристы Нью-Йоркской фондовой биржи (New York Stock Exchange) описывают порядок наложения биржей санкций за нарушение ее правил.

Извлечение из: James L. Cochrane, Brian McNamara, James E. Shapiro, Michael J. Simon, "The Structure And Regulation Of The New York Stock Exchange", 18 J. CORP. L. 57, 66-69 (1993).

«1. Наблюдение за рынком на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Отдел биржи по наблюдению за рынком (Market Surveillance Division) ("Отдел") - одно из подразделений Регулятивной группы (Regulatory Group), насчитывающей 476 человек, - состоит из 95 сотрудников, в том числе аналитиков в области наблюдения за рынком, инспекторов по торговым расследованиям, штатных юристов и компьютерных программистов. Главная задача Отдела заключается в обнаружении и расследовании нарушений, связанных с торговлей с использованием служебной информации (инсайдерской торговлей), манипулированием на рынке, торговлей с использованием информации о предстоящих сделках с крупными блоками акций («забегание вперед», *frontrunning*), выполнением специалистами¹³⁰ своих обязательств, а также торговлей членских организаций за собственный счет и соблюдением правил торговли на полу биржи. Значительная часть работы персонала Отдела заключается в эффективном и своевременном сборе, обработке и анализе данных, касающихся процесса торговли, клиринга, состояния дел клиентов. В том, что касается наблюдения за сделками специалистов, биржа требует электронного раскрытия информации о всем объеме торговой активности в качестве дилеров, а также данных о позициях дилеров. Такие данные интегрируются в аналитических целях в Систему информации по наблюдению за рынками (Intermarket Surveillance Information System (ISIS) - обширную базу данных, содержащую более 25 миллиардов единиц электронной информации "он-лайн" о текущих и прошлых сделках, курсах акций и расчетах. ISIS содержит соответствующую информацию о всех приказах, вводимых через электронную систему доставки приказов на биржу, а также данные о "программном трейдинге" через биржу. Кроме того, ISIS дает возможность провести аудит реквизитов любой сделки (*audit trail*), т.е. последовательно реконструировать конкретную сделку с любой акцией, включая информацию о времени сделки, данные о членских организациях, продававших и покупавших акции, брокерах на полу, которые направляли конкретные приказы, а также о том, осуществлялась ли сделка за собственный счет членской организации.

¹³⁰ Специалист - лицо, ведущее аукцион по конкретной ценной бумаге на торговом посту в зале Нью-Йоркской фондовой биржи. Специалист имеет право совершать покупки – продажи ценных бумаг за собственный счет с тем, чтобы поддержать ликвидность рынка и непрерывность установления цены. Брокеры на полу могут совершать сделки либо между собой, либо через специалиста – через ведущуюся им книгу лимитных ордеров (ранее - «записную книжку специалиста»), в которой совершается накопление приказов на покупку и продажу и их мэтчинг в рамках двойного непрерывного аукциона, являющегося основой Нью-Йоркской фондовой биржи.

Аналитики - специалисты в области наблюдения за рынком, - пользуются сложным компьютерным оборудованием для быстрой реконструкции рыночной деятельности в тех случаях, когда возникает подозрение, что торговые операции специалиста, действующего в качестве дилера, нарушают правила биржи или что рынок акций в целом не является справедливым и надлежащим. Аналитики, в частности, рассматривают непрерывную последовательность цен, глубину рынка и торговую деятельность специалистов, включая активность их участия и стабилизирующее воздействие их операций. Анализ этих данных дополняется широким спектром автоматизированных программ наблюдения и анализом их результатов, что облегчает контроль за выполнением всех аспектов функций и обязанностей специалистов. В течение одного года проводится большое количество аналитических оценок состояния работы специалистов с конкретными акциями. Эти систематические усилия дополняются также результатами проверок, проводящихся на основании запросов, получаемых биржей от публики, организаций инвесторов, брокеров-дилеров, компаний, имеющих листинг на бирже, и государственных регуляторов. Биржа проводит расследование по каждому запросу.

По мере необходимости аналитики передают информацию инспекторам по торговым расследованиям, которые проводят детальную проверку, в том числе протоколируемые опросы специалистов и других лиц. По результатам этих проверок принимаются решения относительно того, должна ли биржа принимать дисциплинарные меры.

...Все дилерские сделки специалиста находятся под пристальным надзором. Специалист также несет строгую ответственность за качество рынка курируемых им акций в целом.

* * *

В том, что касается принятия дисциплинарных мер в отношении специалистов, биржа может использовать различные методы в зависимости от серьезности нарушения. Если инцидент, расследуемый аналитиками и инспекторами по торговым расследованиям, считается незначительным по своему характеру, специалист получает письменное предупреждение или облагается штрафом. В случае серьезного нарушения правила дело передается в Отдел обеспечения выполнения (Enforcement Division) для формального рассмотрения дисциплинарного дела в Комиссии биржи по проведению слушаний (Hearing Panel). Данная Комиссия фактически является внутренним судом биржи, рассматривающим обвинения, предъявляемые членам биржи в нарушениях ее правил. Комиссия по проведению слушаний (Hearing Panel) уполномочена применять различные санкции, в том числе, перераспределение акций, наложение штрафов, приостановление членства или исключение из членов биржи, приостановление или прекращение статуса ассоциации с членом биржи. Решение Комиссии передается огласке

На бирже периодически проводятся выездные инспекции Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission (SEC), которые определяют, как биржа контролирует и проверяет торговые операции специалистов и их деятельность по поддержанию рынка и какие меры принимаются биржей в отношении специалистов, нарушающих требования биржи».

ПРАВИЛА ДОПУСКА ЦЕННЫХ БУМАГ НА ФОНДОВЫЕ БИРЖИ

Практически на всех рынках капитала фондовые биржи или другие организации, торгующие ценными бумагами, вводят определенные требования, в частности о раскрытии информации, соблюдение которых является условием допуска к торгам ценных бумаг компании-эмитента (листинга). Соглашение о допуске ценных бумаг (листинге) является своего рода договором между эмитентом и организацией, торгующей ценными бумагами, например, фондовой биржей, и поэтому компания - эмитент несет постоянное обязательство соблюдать его условия. Если компания регулярно не выполняет свои обязательства, ее ценные бумаги могут не допускаться к дальнейшей торговле на рынке. Любой случай нарушения компанией – эмитентом своих обязательств может быть предан широкой огласке для информирования инвесторов, что нередко приводит к снижению рыночной стоимости ценных бумаг компании.

Самой первой и важной целью стандартов листинга является обеспечение адекватного интереса к торговым операциям с конкретной ценной бумагой. Если нет заинтересованности в покупке или продаже ценной бумаги, рынок не получает финансовой выгоды от допуска ценной бумаги на биржу. Поэтому правила допуска ценных бумаг (стандарты листинга) обычно включают ряд условий, связанных с общим числом выпущенных акций, находящихся в собственности массовых инвесторов, количеством держателей ценных бумаг, географическим распределением держателей ценных бумаг, рыночной капитализацией и средним месячным объемом торговли акциями на внебиржевом рынке (или на другой фондовой бирже, на которой ранее котировались ценные бумаги).

Правила допуска (листинга) акций компаний - резидентов на Нью-Йоркскую фондовую биржу включают следующие компоненты:

количество держателей акций, являющихся базовым элементом для совершения сделок, или альтернативно, общее количество держателей акций и среднемесячный объем торговли за последние 6 месяцев;

общая рыночная стоимость акций, находящихся в собственности массовых инвесторов (за исключением акций, принадлежащих директорам, должностным лицам, близким родственникам директоров и должностных лиц, и пакетов 10% акций или более, находящихся в одних руках), или, альтернативно, стоимость чистых материальных активов;

требование того, чтобы компания была прибыльна в течение 3-х последних лет;

определенные минимальные размеры прибыли в каждый из последних 2-х или 3-х лет.

Вторая цель требований к ценным бумагам, проходящим листинг, заключается в обеспечении того, чтобы компания была жизнеспособной, а не "однодневкой". Фондовые биржи хотят, чтобы публика, массовые инвесторы полагались на производимый биржами отбор компаний. На решение именно этой задачи направлено упомянутое выше требование Нью-Йоркской фондовой

биржи (New York Stock Exchange) о прибыльности эмитента в течение двух или трех лет. Кроме того, Нью-Йоркская фондовая биржа удостоверяется в том, что:

- компания является действующим предприятием или преемником действующего предприятия;
- к компании проявляется общенациональный интерес;
- рынок ее товаров не носит временного характера;
- компания является относительно стабильной и занимает установившееся место в своей отрасли;
- компания работает в расширяющейся отрасли и имеет перспективы сохранить свою рыночную нишу.

Третья цель - повышение доверия инвесторов к самому рынку. Для этого большинство бирж включает в свои правила листинга положения, направленные на обеспечение элементарной защиты для миноритарных акционеров. Большинство держателей акций является миноритарными акционерами. В связи с этим в правилах допуска ценных бумаг Нью-Йоркской фондовой биржи (New York Stock Exchange) учитываются такие существенные вопросы, как конфликты интересов между руководством и компанией или между компанией и ее аффилированными компаниями; права голоса, существующие у акционеров; условия и порядок голосования; наличие пирамидальной структуры контроля.

Американская фондовая биржа (American Stock Exchange), на которой котируют свои акции более мелкие компании, с особым вниманием рассматривает отношения между компанией и всеми доминирующими держателями акций и учредителями. Биржа делает это для того, чтобы удостовериться, что компания, часть акций которой находится на руках массовых инвесторов, не подчиняется частным интересам этих доминирующих держателей акций или учредителей, или другим компаниям, владельцами акций которых они являются.

В Европейском Союзе (ЕС) Директива об условиях листинга на биржах (Listing Conditions Directive) содержит минимальные условия для допуска ценных бумаг на фондовую биржу, расположенную на территории ЕС, и требует от государств-членов обеспечения того, чтобы в их странах ценные бумаги не допускались к котировке, если условия Директивы не выполняются. В эти условия входят требования, предъявляемые к размеру компании-эмитента, времени ее существования и распределению ее акций на рынке. Директива предусматривает целый ряд обязательств эмитентов ценных бумаг, прошедших листинг, в том числе в области отчетности.

Директива ЕС о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах (EU Listing Particulars Directive) была выпущена в целях сведения к минимуму различий в требованиях государств-членов к раскрытию информации для допуска ценных бумаг на фондовую биржу (листинга). Данная директива требует от стран ЕС обеспечения того, чтобы допуск к котировке ценных бумаг на фондовой бирже на их территории зависел от публикации данных о проходящих листинг ценных бумагах. Директива о раскрытии данных о предлагаемых к допуску для котировки

ценных бумагах позволяет государству-члену ЕС предусматривать различные исключения, такие как исключение для ценных бумаг, которые были выпущены для публичного размещения или выпущены в связи с предложением о поглощении, в тех случаях, когда эмитент опубликовал эквивалентный документ с раскрытой информацией в этой стране в течение предшествующего года.

Эти две директивы ЕС позволяют, в частности, предоставлять проспект эмиссии в качестве данных о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах, и, наоборот, указанные данные в документальной форме могут быть использованы как проспект эмиссии. Требование проспекта в Директивах ЕС направлено на "дальнейшее развитие интегрированной системы раскрытия информации в ЕС, в рамках которой проспекты эмиссии и данные о предлагаемых к допуску для котировки ценных бумагах могут почти во всех случаях заменять друг друга во всех странах общего рынка".¹³¹

ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ ФОНДОВАЯ БИРЖА ЭКСКЛЮЗИВНЫМ РЫНКОМ?

Использование фондовой биржи в качестве единственного рынка для торговли всеми акциями имеет ряд преимуществ. Во-первых, она позволяет легче и с меньшими затратами создать хорошую коммуникационную систему обслуживания массовых инвесторов и брокеров. Быть постоянно в курсе того, что происходит на рынке, является критически важным для инвесторов, как только рынок становится активным. Внутрдневная торговая активность будет нарастать, и потребность в поддержании связи будет становиться все острее. Брокерам также необходима эффективная и надежная связь между их офисами и рынком. Сосредоточение всей торговли в одном месте позволяет сократить расходы и улучшить перспективы развития необходимых коммуникаций.

Во-вторых, и что не менее важно, централизация всей торговли в одном месте приводит к оптимальной ликвидности. Присутствие на одном центральном рынке всех продавцов и покупателей улучшает перспективы заключения сделки. Для обеспечения максимальной ликвидности рынка важно сконцентрировать торговлю во времени и пространстве. В-третьих, концентрация торговой деятельности на едином центральном рынке облегчает

¹³¹ Warren, "Regulatory Harmony", цитируется по: Bloomenthal & Wolff, INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS AND SECURITIES REGULATION, 9A.02, Part IY Europe. ©MDBR See © MDNM, Directive 79 / 279 / EEC, "Council Directive of 5 March 1979 Coordinating the Conditions for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing", O. J. Eur. Com. (No L 66) 21 (1979), с изменениями, внесенными Directive 82 / 148 / EEC, O. J. Eur. Com. (No L 62) 22 (1982) (concerning implementation dates) (в дальнейшем Директива об условиях листинга на биржах (Listing Conditions Directive). Директива ЕС от 5 марта 1979 г., определяющая условия листинга, требует от компании незамедлительного раскрытия информации, если информация относится к существенным событиям, которые могут привести к значительным изменениям в ценах на акции компании. Эти положения требуют своевременного раскрытия таких фактов, как крупные поглощения, существенные изменения в финансовом положении, и т.п.

наблюдение и надзор. Сокращается объем работы персонала, осуществляющего надзор, и эффективность надзора повышается.

Однако для обеспечения полной концентрации необходимо сделать так, чтобы ценные бумаги, прошедшие листинг на одной фондовой бирже, не продавались на других рынках. Биржа может добиться этого, контролируя деятельность своих членов. Запрет на участие членов биржи во внебиржевой торговле уже в течение многих лет поднимает сложные вопросы принципиального характера. Нужно ли содействовать тому, чтобы члены фондовой биржи в результате такого запрета монополизировали торговлю акциями компаний, прошедших листинг? Безусловно, в некоторых странах, особенно в малых, правительство может требовать на основании закона, чтобы вся торговля допущенными к котировке акциями проводилась на фондовой бирже. Как отмечается в тексте, приведенном ниже, **Европейский Союз** столкнулся с рядом трудностей при попытке выработать политику в данном вопросе.

Извлечение из: Paul G. Mahoney, "The Exchange As Regulator", Symposium: The Allocation of Government Authority, 83 VIRGINIA LAW REVIEW 1453, 1496 (1997).

«Не только в США регулятивные органы столкнулись с трудностями, связанными с вопросами внебиржевой торговли. Принятие Директивы Европейского Союза (ЕС) об инвестиционных услугах (Investment Services Directive, ISD) - свода общих для ЕС положений о ценных бумагах - откладывалось в течение приблизительно пяти лет из-за ожесточенных споров о правилах внебиржевой торговли. В одной группе стран ЕС, возглавляемой Францией, существовали требования того, чтобы все сделки, за немногими исключениями для институциональной торговли, совершались на фондовых биржах. Эти страны настаивали на том, чтобы Директива Европейского Союза (ЕС) об инвестиционных услугах (Investment Services Directive, ISD) позволяла иностранным брокерам предлагать свои услуги в пределах их границ лишь на регулируемых биржах. Другая группа стран, возглавляемая Соединенным Королевством, позволяла внебиржевую торговлю и хотела, чтобы ее брокеры могли предлагать свои услуги на внебиржевом рынке на всей территории ЕС. Компромиссным вариантом стала Директива, допускавшая определенные внебиржевые торговые операции во всех странах ЕС при условии раскрытия информации обо всех сделках компетентному регулятору страны пребывания».

Если бирже суждено стать единственным рынком для ценных бумаг, какой должна быть политика в отношении ее членства? Независимо от того, является ли членство открытым, создаются ли различные категории членства или принимаются какие-либо другие меры, в любом случае самые различные финансовые институты должны иметь возможность участвовать в сделках с ценными бумагами как профессиональные посредники.

Биржа является лучшим агитатором за инвестирование в акции, и ее рекламные усилия в этом направлении необходимо поддерживать. Члены Биржи в высшей степени заинтересованы в содействии активному инвестированию в акции, которое помогает постоянно расширять круг инвесторов.

СИСТЕМЫ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Извлечение из: James L. Cochrane, Brian McNamara, James E. Shapiro, Michael J. Simon, "The Structure And Regulation Of The New York Stock Exchange", 18 J. CORP. L. 57, 58, 71 (1993).

«Справочно: существуют две основные рыночные структуры для торговли ценными бумагами - аукционные рынки, такие как биржа, и дилерские рынки. Основная характерная черта аукционного рынка заключается в том, что инвесторы могут заключать сделки друг с другом напрямую, без посредничества дилеров, ведущих торговлю за собственный счет. По правилам аукциона дилеры, такие как специалисты, играют второстепенную роль. Специалист дополняет, а не подменяет прямое взаимодействие потоков ордеров, идущих от продавцов и покупателей.

Примером второго типа рыночной структуры - дилерских рынков - является Система автоматических котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers Automatic Quotations, NASDAQ) и система автоматизированной биржевой котировки (Stock Exchange Quotation System, SEAQ) Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange)...

До "Большого взрыва" ("Big Bang" - масштабная реформа финансового рынка Великобритании - от авт.) Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE) представляла собой систему конкурирующих друг с другом дилеров (или "джобберов"), собиравшихся в конкретном месте. После "Большого взрыва" Лондонская фондовая биржа упразднила различия между брокерами на полу и дилерами (т.е. джобберами); однако, она по-прежнему остается системой конкурирующих дилеров. Кроме того, хотя Лондонская фондовая биржа ввела терминалы SEAQ, моделью которых были терминалы NASDAQ в США, Лондонская фондовая биржа не переключилась на компьютерную торговлю, даже в самом минимальном смысле этого слова. Как и терминалы NASDAQ, терминалы SEAQ распространяют информацию о курсах акций, т.е. биржевые котировки. Их введение не автоматизировало сам процесс торговли, т.е. заключение сделок. Большинство сделок заключается по телефону, как и на внебиржевом дилерском рынке США».

КЛИРИНГ И РАСЧЕТЫ ПО СДЕЛКАМ

Как указывается в нижеследующем отрывке, процессы клиринга и взаиморасчетов по сделкам являются сложным компонентом системы торговли и имеют большое значение для защиты инвесторов. Эффективность рынка означает, что поток денежных средств формируется на основе продуманных оценок риска и потенциальной прибыли. Транзакционные издержки являются функцией от эффективности рынка. Если процесс оформления сделки (т.е. каждой торговой операции, совершенной на рынке) не эффективен, сопряжен с коррупцией или риском для одной из сторон в том, что сделка не будет завершена, то «издержки» на клиринг и расчеты по сделкам становятся основной частью всей суммы транзакционных издержек.

В **Индонезии**, например, были трудности при введении современной автоматизированной системы расчетов и клиринга, потому что не была решена следующая сложная проблема: как учесть риск того, что брокер может от-

казаться от выполнения обязательств по сделке и окажется неплатежеспособным, чтобы выполнить взятые им обязательства. Брокеры не доверяли самым слабым членам фондовой биржи и не хотели финансировать схему страхования рисков. При этом ответственным в финансовом отношении брокерам пришлось бы платить за брокеров, не способных нести финансовые обязательства. Однако если нет полной уверенности в том, будут ли поставлены акции и будет ли за них произведена оплата, то кто именно проявит желание участвовать в торговле на рынке?

Извлечение из: William C. Philbrick, “The Paving of Wall Street in Eastern Europe: Establishing The Legal Infrastructure for Stock Markets in The Formely Centrally Planned Economies”, 25 LAW & POL’Y INT’L BUS. 565, 599-601 (1994).

«Организация клиринга и расчетов по сделкам является одной из самых важных, хотя и чрезвычайно скучных, областей, которая подлежит регулированию в целях обеспечения эффективности фондового рынка. Клиринг и расчеты представляют собой процесс подтверждения совершенных с ценными бумагами сделок и осуществления выплат по ним. Этот процесс включает определение того, сколько должны друг другу стороны сделки, что им причитается получить и когда. В отсутствие эффективной системы клиринга и расчетов стороны, участвующие в совершении сделки с ценными бумагами, рискуют либо не получить оплату, либо не получить приобретенные ценные бумаги. Этот риск возрастает с увеличением объема торговли. Поэтому для снижения степени риска в странах, имевших ранее экономику с централизованным планированием, необходима тщательная подготовка законодательства, регулирующего фондовые рынки...

Международные исследования показывают, что риск, связанный с клирингом и расчетами, можно ограничить путем сокращения времени между датой проведения торговой операции и датой оплаты, обеспечения торговых гарантий и одновременности обмена денежных средств на ценные бумаги. Выполнение таких задач требует развитой автоматизированной системы. На крупных рынках их участники разрабатывают правила расчетов и клиринга, в том числе правила, фиксирующие период времени, в течение которого должны быть завершены расчеты по сделке. В свою очередь, количество дней, на которое можно сократить этот период, неизбежно зависит от степени автоматизации. Автоматизация, к сожалению, дело дорогостоящее. Тем не менее, расходы на создание эффективной системы будут компенсированы, если автоматизация поможет привлечению инвесторов и эмитентов к участию в рынке. Одним из основных компонентов системы клиринга и расчетов в каждой стране должен быть эффективно действующий центральный депозитарий ценных бумаг, основанный на дематериализации ценных бумаг и их безналичном обороте...

Структура собственности и управления центрального депозитария зависит от его правового статуса и режима регулирования, в рамках которого он действует. Депозитарий может существовать в форме государственного института, частной компании, дочерней компании. Какой государственный орган будет регулировать деятельность центрального депозитария, зависит от того, кому принадлежит депозитарий. Например, если депозитарий является дочерней компанией банковской или фидуциарной организации, то совершенно естественно, что его деятельность будет контролироваться государственным органом, регулирующим работу банков. В идеале система регулирования должна давать возможности всем субъектам отрасли ценных

бумаг - как государственным, так и негосударственным - быть собственниками или по крайней мере участниками центрального депозитария ценных бумаг для создания системы сдерживания и противовесов».

Например, в **Венгрии** Будапештская фондовая биржа (Budapest Stock Exchange) основала центральный депозитарий в 1992 г. и производит расчеты по всем сделкам через центральный банк - Национальный банк Венгрии (National Bank of Hungary).

ГЛАВА 7. РЕГУЛИРОВАНИЕ ТОРГОВОЙ ПРАКТИКИ

7.1. БАЗОВЫЕ КОНЦЕПЦИИ

Как уже было показано, защита массовых публичных инвесторов, необходимая для привлечения обычных граждан к участию в рынках капитала, предполагает раскрытие адекватной и точной информации о компании (главы 2 и 3), обеспечение компетентности и добросовестности профессионалов, которые предоставляют консультации и исполняют решения об инвестировании для большинства инвесторов (глава 4), и регулирование рынков торговли (глава 5). Кроме этого, необходимо также обеспечить защиту инвесторов, особенно малых, от такой практики работы на рынке, которая идет вразрез с их интересами и может нанести им ущерб.

Определенная степень защиты для малых инвесторов предусматривается в законах о компаниях. Эти законы защищают миноритарных акционеров от корысти и злоупотреблений со стороны мажоритарных акционеров и менеджмента. В законах о компаниях практически всех стран имеются, в частности, положения об обязательствах должной заботы и добросовестности менеджеров компании и защите интересов инвесторов в случае нарушения этих обязательств.

Например, в статье 71 Федерального закона **Российской Федерации** "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) предусматривается, что директора и старшие руководители акционерного общества "должны действовать в интересах общества и ... осуществлять свои права и исполнять свои обязанности в отношении общества добросовестно и разумно". В этой же статье Федерального закона также говорится, что они "несут ответственность перед акционерным обществом за убытки, причиненные обществу их виновными действиями (бездействием)". Аналогично Закон о компаниях **Китайской Народной Республики** предусматривает в статье 123, что директора компании должны "добросовестно и честно осуществлять свои функции и права, защищать интересы компании и не должны использовать свое служебное положение и полномочия в целях личного обогащения".¹³²

В соответствии с законодательством Российской Федерации об акционерных обществах держатели акций имеют право добиваться через суд возмещения убытков, понесенных в результате нарушения управляющим оговоренных обязательств. Такие служебные иски могут подаваться одним или несколькими акционерами, которые владеют по крайней мере 1% от общего числа обычных акций компании (статья 71 Федерального закона Российской Федерации "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ с последующими изменениями и дополнениями). Аналогичное право добиваться

¹³² Английский перевод закона опубликован в: 7 TRANSNATIONAL LAWYER 386, 413 (1994).

компенсации в результате нарушения обязательств руководством компании предусматривается в законах о компаниях большинства стран.

Безусловно, эти права миноритарных акционеров, призванные защитить инвесторов от злоупотреблений со стороны руководства компании, являются важными элементами системы защиты. Как неоднократно отмечалось в этой книге, поскольку закон призван поощрять инвестирование в акции обычными гражданами, он должен обеспечивать для этих граждан адекватные средства защиты. Важным элементом такой защиты является установление меры ответственности менеджеров компаний перед теми держателями акций, которые не обладают достаточными правами, чтобы управлять компанией.

При этом в большинстве стран защита прав миноритарных акционеров предусмотрена не только в законах о компаниях. В разных странах уровни защищенности и законы, используемые для этой цели, различны. Однако во всех странах ставится практически одна и та же задача - уберечь от несправедливости и потенциального морального ущерба малых инвесторов вследствие наличия у какой-либо привилегированной группы доступа к важной информации о компании, которую эта группа может использовать для своей финансовой выгоды. Это явление известно во всем мире как "торговля с использованием служебной информации (инсайдерская торговля)".

7.2. ТОРГОВЛЯ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СЛУЖЕБНОЙ ИНФОРМАЦИИ (ИНСАЙДЕРСКАЯ ТОРГОВЛЯ)

Для того, чтобы убедить рядовых инвесторов в том, что на рынке с ними будут обходиться справедливо и что они не будут постоянно проигрывать профессионалам или более искушенным любителям, необходимы правила, направленные против торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). Необходимо создать у массовых инвесторов - непрофессионалов уверенность. Только в этом случае непрофессионалы будут позитивно относиться к инвестированию в ценные бумаги и участвовать в столь сложном и неизбежно рискованном рынке, как рынок ценных бумаг. Однако эта уверенность оказывается под угрозой, когда малые инвесторы имеют основания считать, что те, кто работают в компании или близки к ней, могут выгодно торговать акциями компании, используя доступную им информацию об очень важных фактах до того, как эти факты станут достоянием публики.

В то же время существует естественное желание получить как можно больше информации и получить ее раньше, чем она станет известной всем участникам рынка. Наивно полагать, что какая-либо система может обеспечить полное равенство всех торговцев/инвесторов в том, что касается информации. Даже если все участники рынка одновременно получают одну и ту же информацию, некоторые оценят ее значение быстрее, чем другие, и смогут использовать эту оценку с выгодой для себя на рынке.

В итоге, торговля с использованием служебной информации (инсайдерская торговля) рассматривается как препятствие участию широкой

публики в инвестировании на рынках ценных бумаг. Трудность для законодателей и регуляторов во всех странах заключается, однако, в определении того, кто конкретно является "инсайдером" - лицом, имеющим в силу своего должностного положения доступ к служебной информации, - и что является торговлей с использованием служебной информации (инсайдерской торговлей). Если определение слишком широкое, то страдают лица, проявляющие активность и изобретательность в способах добывания информации. Если определение недостаточно широкое, то по-прежнему возможно проявление несправедливости, которую необходимо предотвращать.

На примере законодательства **США** возможно проиллюстрировать различные подходы, применяемые в международной практике в отношении торговли с использованием служебной (инсайдерской) информации. Один из подходов состоит в законодательном определении лиц и сделок, подлежащих ограничениям. Другой подход основан на понятии мошенничества, которое интерпретируется в зависимости от конкретных обстоятельств и применительно к каждому конкретному случаю.

Подход, основанный на законодательном определении инсайдерства, начал применяться в США в 1934 г., когда Конгресс принял Закон об обращении ценных бумаг (Securities Exchange Act of 1934), предусматривавший ряд требований, предъявляемых к должностным лицам, директорам и держателям 10% и более акций компании с правом голоса. Эти три категории лиц были выделены как находящиеся в наиболее благоприятном положении для получения и использования служебной (инсайдерской) информации. В параграфе 16 Закона 1934 г. содержалось требование о том, чтобы эти три категории лиц (i) раскрывали информацию о долях, принадлежащих им в акционерном капитале компании, и их изменениях; (ii) обеспечивали, чтобы любая прибыль, полученная в результате любой комбинации продаж и покупок или покупок и продаж, могла быть взыскана компанией; и (iii) им запрещались определенные виды сделок, считающиеся спекулятивными. Приведенный ниже текст, относящийся к торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле), взят со страницы Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) в Интернете:

«Запреты на торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю) предназначены для пресечения злоупотреблений существенной информацией, которая не является достоянием публики. Примером таких злоупотреблений является покупка или продажа ценных бумаг с целью получения прибыли или избежания потерь посредством использования существенной служебной (инсайдерской) информации (или сообщение этой информации другим лицам с тем, чтобы они могли купить или продать ценные бумаги) до того, как такая информация становится известной всем держателям акций. Комиссия возбудила множество гражданских исков в федеральном суде против лиц, использование которыми существенной служебной (инсайдерской) информации являлось мошенничеством в соответствии с законами о ценных бумагах. Вступивший в силу 10 августа 1984 г. Закон о наказаниях за торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю) (Insider Trading Sanctions Act) предусматривает наложение штрафа на сумму, в три раза превышающую размер прибыли, полученной благодаря использованию существенной служебной (инсайдерской) информации, или убытка, которого такая информация позволила избежать.

Параграф 16 Закона об обращении ценных бумаг (Securities Exchange Act of 1934, Section 16) требует, чтобы все должностные лица и директора компании и бенефициарные держатели более 10% ее зарегистрированных акций направляли начальный отчет в Комиссию и на биржу, на которой могут пройти листинг акции, с указанием всех принадлежащих им акций компании. Впоследствии они должны представлять отчеты за каждый месяц, в течение которого происходили какие-либо изменения в принадлежащих им пакетах акций. Кроме того, в законе указывается, что прибыль, полученная ими в результате покупок и продаж или продаж и покупок этих акций в течение шести месяцев, может быть взыскана компанией или любым держателем ценных бумаг, выступающим от имени компании. Это право взыскания должно осуществляться через соответствующий федеральный окружной суд. Таким "инсайдером" запрещается осуществлять продажу акций своей компании без покрытия».

В различных странах мира принимались разные законы о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле), и ниже приводятся наиболее характерные из них. Как будет видно из этого обзора, определить, кто является инсайдером и что такое служебная (инсайдерская) информация, весьма непросто.

Закон об обращении ценных бумаг **Непала** (Nepal Securities Exchange Act) является примером чрезмерно широкого подхода. В разделе 30 (Section 30) этого Закона дается следующее определение торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли):

«Лицо, непосредственно связанное с акционерным обществом, фондовой биржей или торговлей ценными бумагами, не может извлекать выгоду из сделки с ценными бумагами посредством использования служебной (инсайдерской) информации, которая прямо или косвенно может повлиять на цену этих ценных бумаг, или сообщать такую информацию другим лицам».

Как представляется, в разделе 30 (Section 30) имеется в виду покупка или продажа ценных бумаг с использованием служебной (инсайдерской) информации, однако формулировка не позволяет провести различие между работой в компании и доступом к какой-либо служебной (инсайдерской) информации. Акцент ставится на лице, имеющем информацию, которая, как подсказывает здравый смысл, дает преимущество лицу, имеющему такую информацию, когда оно продает или покупает ценные бумаги. Несправедливость возникает не обязательно из-за того, что у лица имеется особая и непубличная информация, а потому, что информация была получена благодаря связи этого лица с компанией. Аналитик ценных бумаг, который в результате интенсивных исследований приходит к выводу о том, что продукция компании найдет новый выгодный рынок и прибыль компании возрастет, не должен нести наказание за свое прилежание.

Закон **Германии** 1998 г. о торговле ценными бумагами (Securities Trading Act)¹³³ содержит подробные положения об инсайдерах и торговле

¹³³ Использован неофициальный перевод на английский язык, данный в следующей публикации: Securities Trading Act of 9 September 1998, Federal Law Gazette I p.2708, размещен на: www.bawe.de/english/index_el.htm.

ценными бумагами с использованием служебной информации (инсайдерской торговле). В разделах 12 и 13 Закона (Sections 12 and 13) даются определения инсайдера и ценных бумаг инсайдера; раздел 14 (Section 14) запрещает торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю). Текст этих разделов приводится ниже.

«Раздел 12. Ценные бумаги, рассматриваемые в связи с совершением инсайдерских сделок.

(1) Ценными бумагами, рассматриваемыми в связи с совершением инсайдерских сделок, являются ценные бумаги, которые:

- 1) имеют допуск к официальной торговле на немецкой фондовой бирже или обращаются на свободном рынке (Freiverkehr), или
- 2) имеют допуск к торговле на организованном рынке в другом государстве-члене Европейского Союза или другом государстве - договаривающейся стороне Соглашения о Европейской экономической зоне.

Считается, что ценные бумаги имеют допуск к торговле на организованном рынке или обращаются на свободном рынке, если было представлено заявление о таком допуске или таком обращении или об этом было сделано публичное объявление.

(2) Ценными бумагами, рассматриваемыми в связи с совершением инсайдерских сделок, также являются:

- 1) права на подписку, приобретение или продажу ценных бумаг;
- 2) права на выплату разницы, рассчитанной на основе изменений в стоимости ценных бумаг;
- 3) срочные контракты на акции или индексы ценных бумаг с фиксированным процентом, или срочные контракты на процентную ставку (финансовые фьючерсы) и права подписки, приобретения или продажи финансовых фьючерсов, если такие финансовые фьючерсы связаны с ценными бумагами или индексом, включающим ценные бумаги;
- 4) другие срочные контракты, предусматривающие обязательство приобрести или продать ценные бумаги; если эти права или срочные контракты допускаются к торговле на организованном рынке или обращаются на неофициальном рынке в государстве-члене Европейского Союза или другом государстве - договаривающейся стороне Соглашения о Европейской экономической зоне, и ценные бумаги, упомянутые в пунктах 1-4 выше. Считается, что права и срочные контракты имеют допуск к торговле на организованном рынке или обращаются на свободном рынке, если было представлено заявление о таком допуске или о таком обращении или об этом было сделано публичное объявление.

Раздел 13. Инсайдеры.

(1) Инсайдер является лицом, которое:

1) в силу своего участия в руководстве или наблюдательном органе эмитента или как несущий личную ответственность партнер в компании-эмитенте или предприятии, связанном с эмитентом;

2) в силу принадлежащей ему доли в капитале эмитента или предприятия, связанном с эмитентом; или

3) в силу своей профессии, должности или обязанностей в соответствии с регулятивными положениями обладает информацией, не преданной широкой огласке, относительно одного или более эмитентов ценных бумаг инсайдера, или информацией относительно ценных бумаг инсайдера, которая, если бы она была предана широкой огласке, могла бы оказать существенное влияние на цену ценных бумаг инсайдера (служебная (инсайдерская) информация).

(2) Анализ, основанный исключительно на общеизвестной информации, не считается служебной (инсайдерской) информацией, даже если он может иметь существенное влияние на стоимость ценных бумаг инсайдера.

Раздел 14. Запрещение торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли).

(1) Инсайдерам запрещается:

1) использовать служебную (инсайдерскую) информацию для приобретения или продажи ценных бумаг инсайдера за свой счет или за счет или от имени третьей стороны;

2) раскрывать или сообщать служебную (инсайдерскую) информацию третьей стороне без соответствующего разрешения;

3) на основе служебной (инсайдерской) информации рекомендовать третьей стороне приобретать или продавать ценные бумаги инсайдера.

(2) Третьей стороне, обладающей служебной (инсайдерской) информацией, запрещается использовать эту информацию для приобретения и продажи ценных бумаг инсайдера за свой счет или за счет или от имени других лиц".

Определения в законе **Германии** также вызывают вопросы. Как определить в правилах и положениях, обладает ли лицо "в силу своей профессии, должности или обязанностей" служебной (инсайдерской) информацией (в соответствии с параграфом 13 (3)? Какова цель выделения категории "ценных бумаг, рассматриваемых в связи с совершением инсайдерских сделок" в параграфе 12?

Данный немецкий закон исполняет директиву **Европейского Союза** о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле).¹³⁴ Текст этой директивы гласит следующее:

“СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКИХ СООБЩЕСТВ

¹³⁴ Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, O.J. (L 334) pp.30-32.

Учитывая Договор об установлении Европейского экономического сообщества и, в частности, его статью 100а, исходя из того, что:

в статье 100а (1) Договора указывается, что Совет принимает меры, направленные на сближение положений, предусмотренных законом, и регулятивной и административной деятельности в государствах - членах, призванных обеспечить установление и функционирование внутреннего рынка;

вторичный рынок обращаемых ценных бумаг играет важную роль в финансировании участников экономики;

для обеспечения эффективной роли этого рынка необходимо принимать все меры, содействующие его слаженной работе;

слаженная работа рынка во многом зависит от доверия к нему инвесторов;

факторы, от которых зависит такое доверие, включают гарантии инвесторам того, что они имеют равные права и будут защищены от незаконного использования служебной (инсайдерской) информации;

торговля с использованием служебной информации (инсайдерская торговля), создавая предпочтения отдельным инвесторам, может подорвать это доверие и повредить слаженной работе рынка;

необходимо поэтому предпринимать соответствующие меры для борьбы с торговлей, использующей служебную информацию (инсайдерской торговлей);

в некоторых государствах - членах нет правил или регулятивных положений, запрещающих торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю), и существующие в государствах - членах правила или регулятивные положения имеют существенные различия;

целесообразно в связи с этим принимать согласованные правила в этой области для всего Сообщества;

преимущество таких согласованных правил заключается также в том, что они делают возможным, через сотрудничество компетентных регуляторов, более эффективно бороться с трансграничной торговлей, использующей служебную информацию (инсайдерской торговлей);

поскольку приобретение или продажа обращающихся ценных бумаг обязательно предполагает предшествующее решение о приобретении или продаже, принимаемое лицом, осуществляющим одну или другую операцию, акт приобретения или продажи сам по себе не является использованием служебной (инсайдерской) информации;

торговля с использованием служебной информации (инсайдерская торговля) предполагает извлечение выгоды из такой информации; сам факт, что маркет-мейкеры, институты, уполномоченные быть противоположной стороной сделки, или фондовые брокеры, имеющие служебную (инсайдерскую) информацию, ограничиваются, в первых

двух случаях, проведением обычных операций по покупке или продаже ценных бумаг или, в последнем случае, исполнением приказа, не должен расцениваться как использование служебной (инсайдерской) информации; также и сам факт осуществления сделок с целью стабилизации цены новых выпусков или повторно предлагаемых ценных бумаг не должен рассматриваться как использование служебной (инсайдерской) информации;

предположения, делаемые на основе общедоступных данных, не могут рассматриваться как служебная (инсайдерская) информация, и вследствие этого сделка, заключенная на основе таких предположений, не является торговлей с использованием служебной информации (инсайдерской торговлей) в соответствии с положениями настоящей Директивы;

передача служебной (инсайдерской) информации компетентному регулятору в целях обеспечения соблюдения положений настоящей Директивы или других действующих положений не подпадает под запрет, предусмотренный настоящей Директивой,

ПРИНЯЛ СЛЕДУЮЩУЮ ДИРЕКТИВУ

Статья 1.

Для целей настоящей Директивы:

1) "служебная (инсайдерская) информация" означает информацию, которая не была в точности передана широкой огласке и касается одного или нескольких эмитентов передаваемых ценных бумаг, или одной или нескольких обращающихся ценных бумаг, которая, если бы она была передана широкой огласке, могла бы иметь существенное влияние на цену такой передаваемой ценной бумаги или бумаг;

2) "обращающиеся ценные бумаги" означают:

(а) акции и долговые обязательства или ценные бумаги, эквивалентные акциям и долговым обязательствам;

(b) контракты или права подписки, приобретения или продажи ценных бумаг, указанных в (а);

(с) фьючерсные контракты, опционы и финансовые фьючерсы, связанные с ценными бумагами, указанными в (а);

(d) контракты о торговле индексом, связанные с ценными бумагами, указанными в (а), допущенные на рынок, который регулируется и контролируется компетентными регуляторами, признанными государством, работает регулярно и к которому имеется прямой или косвенный доступ для широкого круга инвесторов.

Статья 2.

1) Каждое государство-член запрещает любому лицу, которое обладает служебной (инсайдерской) информацией:

в силу своего участия в административных, управляющих или

наблюдательных органах эмитента,

в силу принадлежащей ему доли капитала эмитента, или

в силу своего служебного положения, профессии или обязанностей сознательно использовать такую информацию в связи с прямым или косвенным приобретением или продажей за свой счет или за счет третьей стороны обращающихся ценных бумаг эмитента, которых касается эта информация.

2) В случаях, когда лицо, указанное в пункте 1, является компанией или другим юридическим лицом, запрет, предусмотренный в упомянутом пункте, распространяется на физические лица, принимающие решение осуществить сделку за счет и от имени этого юридического лица.

3) Запрет, предусмотренный в пункте 1, применяется по отношению к любой покупке или продаже обращающихся ценных бумаг, осуществляемой через профессионального посредника. Каждое государство - член может предусматривать, что данный запрет не распространяется на приобретение или продажу обращающихся ценных бумаг, осуществляемые без участия профессионального посредника за пределами рынка в соответствии с определением в конце статьи 1 (2).

4) Настоящая Директива не распространяется на операции, осуществляемые в рамках денежной и валютнообменной политики, а также политики управления государственным долгом, проводимых суверенным государством, его центральным банком или другим органом, назначенным для этих целей государством, или другим лицом, действующим от имени указанных субъектов и в их интересах. Государства - члены могут предоставлять исключения правительствам административных единиц своих федераций или аналогичным местным органам в отношении управления их государственным долгом.

Статья 3.

Каждое государство-член запрещает любому лицу, подпадающему под действие запрета, предусмотренного в статье 2, и обладающему служебной (инсайдерской) информацией:

(а) раскрывать такую информацию любой третьей стороне за исключением тех случаев, когда такая информация предоставляется в ходе выполнения им своих служебных, профессиональных или должностных обязанностей;

(b) рекомендовать третьей стороне или побуждать ее на основе такой служебной (инсайдерской) информации приобретать или продавать обращающиеся ценные бумаги, допущенные к торговле на его фондовых рынках и определенные в конце статьи 1 (2).

Статья 4.

Каждое государство-член также распространяет запрет, предусмотренный в статье 2, в отношении любого лица помимо тех лиц, которые упомянуты в статье 2, если это лицо, при полном знании фактов, обладает служебной (инсайдерской) информацией, полученной прямо или косвенно от лица, указанного в статье 2».

Следует отметить, что директива ЕС не предусматривает конкретных санкций за нарушение своих запретов. Санкции определяются самими государствами-членами, включающими директиву во внутреннее законодательство.

Статья 19 Закона **Польши** о ценных бумагах (Article 19 of Polish Securities Law) содержит положение, запрещающее злоупотребление служебной (инсайдерской) информацией. В ней говорится: "Любое лицо, использующее служебную (инсайдерскую) информацию при торговле ценными бумагами, подлежит тюремному заключению сроком от 6 месяцев до 5 лет". В соответствии с законом это нарушение расценивается как уголовное, а не гражданское преступление. В большинстве же стран предусматриваются штрафы и другие административные наказания, в то время как уголовные санкции вводятся редко. Далее в статье поясняется, что "служебная (инсайдерская) информация" включает "любую информацию, которая не была предана широкой огласке, но публикация которой могла оказать существенное влияние на стоимость или цену ценной бумаги".

В польском законе также предусматривается, что тюремному заключению может подлежать брокер, предоставивший информацию, являющуюся профессиональной тайной. Положение о запрещении такой деятельности сопровождается позитивным обязательством соблюдать профессиональную тайну. Устав Польской фондовой биржи требует, чтобы все члены биржи обязывали своих сотрудников (брокеров) строго соблюдать конфиденциальность всех сделок. Ни персонал фондовой биржи, ни сотрудники инвестиционных фондов не имеют подобных обязательств.

В **США** развитие регулятивных положений о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле) подчинялось эволюции правовых норм о мошенничестве в применении к такой торговле. Наиболее важным положением законов о ценных бумагах, направленным против мошенничества и касающимся торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли), является Правило 10b-5 (Rule 10b-5), принятое в соответствии с параграфом 10b Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). Правило гласит:

Лицо нарушает закон, если оно, при помощи какого-либо средства или возможностей торговли между штатами, почты или услуг любой национальной фондовой биржи, прямо или косвенно

(1) использует какой-либо способ, замысел или хитрость... в целях мошенничества,

(2) предоставляет неверную информацию о существенном факте или не указывает на существенный факт, упоминание которого необходимо для того, чтобы раскрытая информация, в свете обстоятельств, в которых она была раскрыта, не вводила в заблуждение, или

(3) осуществляет действия, проводит практику или ведет дела, которые являются или могут являться мошенничеством или обманом по отношению к какому-либо лицу в связи с покупкой или продажей ценной бумаги.

В 1961 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission, SEC) США приняла решение, в котором говорилось, что в соответствии с правилами о мошенничестве при продаже акций требуется раскрытие существенной информации в тех случаях, когда одна из сторон находится в связи с компанией, которая предоставляет доступ к информации, и было бы, естественно, несправедливо, если бы эта сторона использовала эту информацию, "зная, что ею не обладают те, с кем она имеет дело"¹³⁵. Это требование не ограничивалось лишь лицами, которые несли фидуциарные обязательства перед держателями акций; "инсайдеры" определялись как лица, имеющие доступ к служебной (инсайдерской) информации. Это решение стало основой для ряда последовавших судебных дел. В заключении председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) William Cary излагаются факты дела, по которому было принято это решение.¹³⁶

"In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).

Данное дело не имеет прецедентов и является особо важным для исполнения федеральных законов о ценных бумагах. В деле участвует продающий ценные бумаги брокер, который исполняет инициированное им самим поручение и продает через дискреционные счета¹³⁷ (в том числе, и своей жены) эти бумаги на бирже. Ключевой вопрос заключается в следующем: каковы обязательства такого брокера после получения служебной (инсайдерской) информации относительно решения компании о дивидендах от директора, работающего в той же брокерской фирме?

Обстоятельства дела.

В начале ноября 1959 г. г-н Roy T. Hurley, бывший в то время президентом и председателем правления компании "Curtiss – Wright Corporation", пригласил 2000 представителей прессы, вооруженных сил, финансовых и деловых кругов на публичное представление нового типа двигателя внутреннего сгорания, разработанного компанией, которое должно было состояться 23 ноября. 24 ноября 1959 г. в некоторых газетах появились объявления о новом двигателе. В этот день акции "Curtiss – Wright Corporation" были одними из самых активных на Нью-Йоркской фондовой бирже: при закрытии цена акции достигла 35 1/4, что составило рост на 3 1/4 при объеме 88700 акций. С 6-го и по 23 ноября г-н Gintel купил около 11000 акций "Curtiss – Wright Corporation" на приблизительно 30 дискреционных счетов клиентов брокерской фирмы. Когда 24 ноября цена акций пошла вверх, он стал продавать акции "Curtiss – Wright Corporation" с этих счетов и продал на бирже в тот день 2200 акций.

¹³⁵ In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).

¹³⁶ In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961). (До того, как стать руководителем Комиссии по ценным бумагам и биржам США, William Cary стал известен в качестве профессора корпоративного права в Колумбийском университете в Нью-Йорке (Columbia University).

¹³⁷ Дискреционный счет (discretionary account) – счет клиента, по которому брокер может проводить операции по своему усмотрению и в пределах данных клиентом полномочий, не испрашивая предварительного разрешения клиента на каждую конкретную операцию (примеч. от авт.).

Активность на бирже акций "Curtiss – Wright Corporation" продолжалась на следующее утро 25 ноября, и цена возросла до $40 \frac{3}{4}$ - нового пика за соответствующий год. Г-н Gintel продолжал продавать акции с дискреционных счетов, и с момента открытия биржи до приблизительно 11:00 утра продал 4300 акций.

Утром 25 ноября директора "Curtiss – Wright Corporation", в том числе г-н J.Cheever Cowdin ("Cowdin"), бывший в то время зарегистрированным представителем брокерской фирмы, провели заседание, на котором, в частности, рассматривалось объявление о квартальном дивиденде. Компания выплатила дивиденд, хотя еще и не покрытый прибылями, составивший 0,625 доллара за акцию за каждый из трех первых кварталов 1959 г. Правление фирмы "Curtiss – Wright Corporation" несмотря на возражения г-на Hurley, который выступал за объявление прежней суммы дивиденда предыдущих кварталов, утвердило дивиденд на четвертый квартал в размере 0,375 доллара за акцию. Примерно в 11:00 утра Правление разрешило передать информацию об этом телеграммой на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Секретарь "Curtiss – Wright Corporation" немедленно вышла из зала заседаний, чтобы отправить телеграмму. Была небольшая задержка с отправкой телеграммы из-за проблем с печатанием, и телеграмма, хотя и переданная в "Вестерн Юнион" (Western Union) в 11:12 утра, поступила на биржу лишь в 12:29. Обычно компания всегда также уведомляла о всех решениях о дивидендах Службу биржевой котировки Доу-Джонса (Dow Jones News Ticker Service). Однако в результате какой-то ошибки или недосмотра газета "Уолл-стрит Джорнэл" (Wall Street Journal) получила эту информацию лишь около 11:45 утра, и объявление на ленте котировок Доу-Джонса появилось только в 11:48 утра.

Через некоторое время после принятия решения о дивидендах в ходе заседания директоров "Curtiss – Wright Corporation" был объявлен перерыв, во время которого г-н Cowdin позвонил в офис зарегистрированной брокерской фирмы и оставил сообщение для г-на Gintel о том, что дивиденд был уменьшен. Получив эту информацию, Gintel представил на биржу для исполнения два заказа на продажу - один на продажу 2000 акций "Curtiss – Wright Corporation" по 10 дискреционным счетам и другой на продажу без покрытия 5000 акций по 11 счетам. Четыреста из 5000 акций были проданы для трех клиентов господина Cowdin. Как утверждает г-н Cowdin, согласно поручениям своих клиентов, он ранее дал распоряжение г-ну Gintel продать с прибылью эти 400 акций, если акции пойдут вверх. Эти распоряжения были выполнены в 11:15 и 11:18 утра по $40 \frac{1}{4}$ и по $40 \frac{3}{8}$ за акцию соответственно.

Когда на ленте Доу-Джонса в 11:48 появилось объявление о дивиденде, биржа была вынуждена приостановить торговлю акциями "Curtiss – Wright Corporation" из-за большого количества поручений на продажу. Торговля была возобновлена в 13:59 при цене $36 \frac{1}{2}$, которая затем в течение всего дня колебалась между $34 \frac{1}{8}$ и 37, и составила $34 \frac{7}{8}$ на момент закрытия.

НАРУШЕНИЕ ПОЛОЖЕНИЙ, ЗАПРЕЩАЮЩИХ МОШЕННИЧЕСТВО

Много раз - столь много, что цитировать нет необходимости, - мы указывали, что покупка и продажа ценных бумаг является областью, особо нуждающейся в регулировании в целях защиты инвесторов. По этой причине одной из главных целей законов о ценных бумагах является предотвращение мошенничества, манипулирования или обмана при операциях с ценными бумагами. Основанные на этой цели положения раздела 17 (а) Закона о ценных

бумагах (Section 17 (a) of the Securities Act), раздела 10 (b) Закона об обращении ценных бумаг (Section 10 (b) of the Securities Exchange Act) и принятое в соответствии с ним Правило 10b -5 (Rule 10b-5) являются широкими положениями о защите инвесторов, направленными на охват даже такой вводящей в заблуждение или обманной деятельности, которая по техническому определению может и не быть достаточной для возбуждения иска в связи с мошенничеством или обманом в соответствии с общим правом. Действительно, несмотря на снижение роли "федеральных правил" в свете дела "Эри Р. Ко" против Томпкинса (Erie R.Co. v. Tompkins), можно сказать, что законы о ценных бумагах привели к появлению совершенно новых и широких по охвату положений федерального корпоративного законодательства. Раздел 17 (a) (Section 17 (a) и Правило 10b -5 (Rule 10b-5) содержат почти идентичные формулировки положений, запрещающих использовать почту или средства торговли между штатами, в том числе, любую национальную фондовую биржу, любому лицу, которое прямо или косвенно осуществляет какое-либо из ниже перечисленных запрещенных действий в связи с продажей ценных бумаг:

(1) использует какой-либо способ, замысел или хитрость в целях мошенничества;

(2) получает деньги или имущество посредством или при помощи неправдивой информации о каком-либо существенном факте или опущения существенного факта, необходимого для того, чтобы раскрытая информация, в свете обстоятельств, в которых она была раскрыта, не вводила в заблуждение;

(3) осуществляет какое-либо действие, проводит практику или ведет дела, которые являются или могут являться мошенничеством или обманом по отношению к какому-либо лицу.

Эти положения, направленные против мошенничества, не предназначены для определения конкретных деяний или практики, являющихся мошенничеством, а призваны охватить бесконечное разнообразие способов, при помощи которых можно злоупотреблять доверием инвесторов и других лиц.

В разделе 17 (Section 17) и Правиле 10b -5 (Rule 10b-5) говорится об операциях с ценными бумагами, осуществляемых "любим лицом". Ложная информация будет подпадать под их положения независимо от того, кем она предоставляется. Позитивное обязательство раскрывать существенную информацию обычно распространялось на корпоративных "инсайдеров", в особенности на должностных лиц, директоров компании или держателей контрольных пакетов акций. Мы и суды всегда считали, что инсайдеры должны раскрывать информацию о существенных фактах, известных им в силу их положения, но неизвестных лицам, с которыми они осуществляют деловые операции, и способных, если бы они стали известны, повлиять на решение этих лиц об инвестировании. Нераскрытие информации в таких обстоятельствах является нарушением положений, запрещающих мошенничество. Если же, с другой стороны, раскрытие информации до осуществления покупки или продажи является в сложившихся обстоятельствах некорректным или невозможным, необходимо, по нашему мнению, отказаться от сделки.

Все необходимые компоненты присутствуют, и поэтому мы считаем, что г-н Gintel умышленно нарушил положения раздела 17 (a) Закона о ценных бумагах (Section 17 (a) of the Securities Act), раздела 10 (b) Закона об обращении ценных бумаг (Section 10 (b) of the Securities Exchange Act) а также Правило 10b -5 (Rule 10b-5). Такое же нарушение, на наш взгляд, совершила брокерская фирма, поскольку действия г-на Gintel - члена этой фирмы - в ходе выполнения им своих должностных функций должны расцениваться как

действия самой брокерской фирмы. Было очевидно, что сокращение Советом директоров квартального дивиденда являлось существенным фактом, который мог оказать негативное воздействие на рыночную цену акций компании. Быстрота, с которой действовал г-н Gintel после получения информации, говорит о том, что он сам хорошо понимал это.

Мы уже отмечали, что положения, запрещающие мошенничество, говорят о "любом лице", и что обычно особая ответственность возлагалась на корпоративных инсайдеров, т.е. должностных лиц, директоров и держателей контрольных пакетов акций. Однако эти три группы не охватывают всех лиц, на которых лежит это обязательство. По логике вещей это обязательство основано на двух главных элементах: во-первых, наличии связи, позволяющей иметь доступ, прямой или косвенный, к информации, предназначенной только для служебного пользования, а не для чьей-либо персональной выгоды; во-вторых, неизбежно несправедливой ситуации, когда какая-либо сторона извлекает выгоду из такой информации, зная, что она не доступна тем, с кем она осуществляет деловые операции. При рассмотрении этих элементов в контексте широкой формулировки положений, запрещающих мошенничество, мы не должны чувствовать себя стесненными тонкими различиями и жесткими классификациями. Наша задача - определить тех лиц, которые находятся в особой связи с компанией и знают о ее внутренних делах, и поэтому несут на себе соответствующие обязательства при торговле ее ценными бумагами. Владеющий информацией должен проявлять сдержанность для того, чтобы не пострадали другие.

Факты данного дела говорят о том, что на г-на Gintel распространялись обязательства лиц, обычно называемых "инсайдерами". Он получил информацию до ее широкой огласки от директора "Curtiss – Wright Corporation" г-на Cowdin, который был связан с брокерской фирмой. В виду связи г-на Cowdin с компанией ему явно запрещалось продавать ценные бумаги без раскрытия информации, которая относилась к этим ценным бумагам. По логике, такой же запрет распространялся и на г-на Gintel, партнера зарегистрированной брокерской фирмы. Причем запрет касался не только его собственного счета, но и продажи с дискреционных счетов, а также испрашивания и выполнения других поручений. В примерно аналогичных обстоятельствах мы ранее пришли к заключению, что брокер-дилер, осуществляющий сделки для инсайдера и знающий, что инсайдер обладает существенной служебной (инсайдерской) информацией, имеет явное обязательство раскрывать соответствующую информацию или воздерживаться от сделок.

Три основных подраздела (subdivisions) раздела 17 Закона о ценных бумагах (Section 17 of the Securities Act), раздела 10 (b) Закона об обращении ценных бумаг (Section 10 (b) of the Securities Exchange Act) а также Правило 10b –5 (Rule 10b-5) считаются взаимодополняющими, а не взаимоисключающими друг друга. Таким образом, невыполнение обязательства раскрывать информацию можно рассматривать как способ или замысел, заведомо неверное заявление, действие или практику, нарушающие все эти три подраздела. Ответчики утверждают, что здесь применимо лишь положение (3) (clause (3)). Мы же считаем, что в этих обстоятельствах поведение г-на Gintel по крайней мере нарушало положение (3) (clause (3)) в качестве практики, являющейся мошенничеством или обманом по отношению к покупателям. Вследствие этого нет необходимости определять применимость клаузул (1) и (2) (clauses (1) and (2)).

Мы не можем согласиться с утверждением ответчиков о том, что ответственность инсайдера ограничивается существующими держателями акций и что у него нет каких-либо особых обязательств при продаже ценных бумаг лицам, ранее акций не имевшим. Такой подход является слишком узким. При нем игнорируются интересы массовых инвесторов, которые остаются совершенно незащищенными от злоупотреблений, связанных со служебной (инсайдерской) информацией.

Ни законы, ни Правило 10b-5 (Rule 10b-5) не устанавливают искусственных границ ответственности. В разделе 17 Закона о ценных бумагах (Section 17 of the Securities Act) ясно указано, что любому лицу при предложении или продаже запрещается осуществлять определенные действия. Хотя первостепенная цель Правила 10b-5 (Rule 10b-5) - это предоставление средств защиты обманутому продавцу, суды и Комиссия считают, что правило применимо и по отношению к обманутому покупателю. Совершенно непонятно, почему лица, покупающие акции у должностного лица, директора или другого лица, несущего ответственность как инсайдер, не должны иметь такую же защищенность, обеспечиваемую путем раскрытия информации, как и лица, которые продают им акции. Какие бы ни проводились в обычном праве различия, связанные с тем, что сотрудник или директор может иметь фидуциарные обязательства перед держателями акций, у которых он покупает акции, но не перед другими лицами, которым он продает акции, совершенно неправильно было бы переносить эти различия на более широкие концепции запрещения мошенничества, закрепленные в законах о ценных бумагах.

Ответчики также утверждают, что они не делали каких-либо конкретных заявлений и никоим образом не пытались манипулировать рынком. Они подчеркивают, что на сделки на бирже не распространяются дополнительные обязательства, которые могут иметь место при сделке с физически присутствующими сторонами. Мы отвергаем это утверждение. Было бы просто ненормально, если бы защита, предусмотренная в положениях, запрещающих мошенничество, не распространялась на сделки, заключаемые на биржах - ключевых рынках ценных бумаг. Если бы покупатели на бирже имели существенную информацию, известную инсайдеру-продавцу, то их мнение о ценных бумагах и, соответственно, их решение о покупке могло бы измениться. Поэтому любая продажа ценных бумаг инсайдером может иметь место лишь после раскрытия информации.

Ответчики утверждают, что требование того, чтобы брокеры-дилеры при осуществлении биржевых операций сообщали об "отрицательных факторах, обнаруженных в результате их анализа", приведет к неопределенности и путанице в отношении обязательств лиц, занимающихся сбором и анализом информации о компаниях, которыми интересуются они сами или их клиенты. Они также утверждают, что в результате возникнут большие трудности с порядком раскрытия информации.

Факты, представленные здесь, абсолютно однозначны. Вопрос существенности и значимости определенных фактов, связанных с компанией, и необходимости раскрытия информации о них в конкретных обстоятельствах в данном случае неуместен. Решение компании об изменении дивиденда явно имеет прямое воздействие на рыночную стоимость ценных бумаг и отношение к ним инвесторов. Кроме того, информация об этом решении появилась не в результате тщательного анализа общеизвестных фактов, а была получена от одного из директоров (и партнеров) в то время, когда Совет директоров компании-эмитента принимал меры (и ответчики должны были знать об этом)

для обнародования этой информации, но до того, как она была фактически передана огласке.

Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange) также признала, что необходимость оперативного раскрытия информации о важных событиях в компании, в том числе о решениях по поводу дивидендов, продиктована интересами держателей акций и инвестирующей публики. Она установила четкие требования и рекомендовала процедуры для немедленного обнародования информации о дивидендах компаниями-эмитентами, ценные бумаги которых котируются на бирже. Практически проблем, предполагаемых ответчиками, с порядком раскрытия информации в связи с биржевыми операциями, можно легко избежать, поскольку все, что должен в подобном случае сделать брокер-дилер, - это подождать со сделкой, пока не будут соблюдены установленные процедуры раскрытия информации, а не нарушать эти процедуры, торопясь провести сделку до раскрытия информации.

ПУБЛИЧНЫЕ ИНТЕРЕСЫ.

При определении того, какие санкции следует применять в данном случае, можно принять во внимание и все внешние обстоятельства дела, и намерения участников.

Ясно, что поведение г-на Gintel было преднамеренным в том смысле, что он понимал, что он делал. Однако нет свидетельств тому, что существовал заранее задуманный план, в соответствии с которым г-н Cowdin должен был обеспечить "утечку" предварительной информации о сокращении дивиденда с тем, чтобы г-н Gintel мог выгодно ею воспользоваться до ее обнародования; напротив, факты свидетельствуют о том, что г-н Cowdin, вероятно, предполагал, что решение о дивиденде уже передано огласке, и он позвонил в офис брокерской фирмы, чтобы узнать последствия новости о дивиденде на рынке. Расследование также показало, что поведение г-на Gintel было спонтанной реакцией на новость о дивиденде, что он прежде всего хотел извлечь из этого выгоду для клиентов фирмы "Cady, Roberts & Co" и действовал не раздумывая и быстро, что лишило брокерскую фирму возможности пересмотреть его решение и не оставило ему самому времени для более спокойного анализа своих обязанностей в соответствии с законами о ценных бумагах.

Г-н Gintel был оштрафован Нью-Йоркской фондовой биржей на 3000 долларов за эти моментально проведенные операции. Помимо этого, публикация этого заключения сама по себе будет дополнительным наказанием для г-на Gintel и брокерской фирмы и также будет способствовать более тщательному соблюдению требований положений, запрещающих мошенничество в этой области. К тому же у фирмы не было возможности предотвратить спонтанные операции г-на Gintel, и никто не утверждает, что процедуры работы со счетами клиентов фирмы не отвечали стандартам. Учитывая все обстоятельства, мы приходим к заключению, что требования, диктуемые публичными интересами и защитой инвесторов, будут в достаточной степени удовлетворены, если г-на Gintel отстранят от участия в операциях на Нью-Йоркской фондовой бирже на 20 дней и если по отношению к фирме санкций применяться не будет. Таким образом, мы принимаем предложение ответчиков об урегулировании дела.

Соответствующий приказ будет выпущен дополнительно”.

Суды в США следовали примеру рассмотрения по делу "Cady, Roberts & Co", применяя в каждом конкретном случае положения, запрещающие

мошенничество, к торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле). Самым примечательным было решение по делу "S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur",¹³⁸ в котором участвовала небольшая группа высокопоставленных служащих компании, занимавшихся секретным исследовательским проектом. Когда информация о проекте была еще секретной, эти служащие покупали акции компании на фондовой бирже. Операции осуществлялись анонимно: продавцы не знали, кто был покупателем, покупатели не знали, кто был продавцом. Тем не менее, суд решил, что покупатели нарушили положения законодательства о ценных бумагах, запрещающие мошенничество. Суд признал, что по определенным причинам, продиктованным делами компании, она держала информацию о проекте в тайне. Это означало, что независимо от того, покупали служащие компании акции или нет, продавцы не получили бы эту информацию. Суд счел, что тот факт, что информация всё равно не могла стать публичной, не отменяет факта нарушения правил, запрещающих мошенничество.

Ниже приводятся соответствующие части заключения суда по делу "S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur".¹³⁹

«Правило 10b -5 (Rule 10b-5) было принято в соответствии с полномочиями, данными SEC Конгрессом в разделе 10 (b) Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). При помощи этого Закона Конгресс хотел предотвратить несправедливую и нечестную практику и обеспечить справедливость при любых операциях с ценными бумагами - прямой торговле, на внебиржевом рынке, на биржах. Закон и Правило применимы к данным сделкам, т.к. все они были совершены на бирже. Исходя из традиционных фидуциарных концепций и доктрины "особых обстоятельств", Правило основано на вполне естественном для фондового рынка ожидании того, что у всех инвесторов, участвующих в обезличенной торговле на бирже, имеется относительно равный доступ к существенной информации. Суть Правила сводится к тому, что никакое лицо, торгующее за свой счет ценными бумагами компании, "имеющее доступ, прямой или косвенный, к информации, которая предназначена лишь для служебного пользования и не может использоваться в личных целях", не может "извлекать выгоду из такой информации, зная, что она не известна тем лицам, с которыми оно осуществляет сделку", т.е. публичным инвесторам. Правило, безусловно, запрещает осуществлять такие несправедливые операции инсайдерам, к которым принадлежат директора или руководящие должностные лица. Однако оно применимо и к имеющим такую информацию лицам, которые "инсайдерами" в строгом смысле этого слова, определенного в разделе 16(b) Закона (Section 16 (b)), и не являются. Таким образом, любое лицо, обладающее существенной служебной (инсайдерской) информацией, должно либо сообщить ее всем инвесторам, либо, если оно не может этого сделать по причине необходимости сохранить конфиденциальность информации компании или не желает этого делать, должно воздержаться от осуществления сделки или рекомендации о сделке с данными ценными бумагами до тех пор, пока такая служебная (инсайдерская) информация не будет обнародована. Таким образом, торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю) нельзя оправдать тем, что раскрытие информации было запрещено ввиду вполне законной цели компании купить опционы на землю, прилегающую к участку,

¹³⁸ S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

¹³⁹ S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 847-52 (2d Cir. 1968) (ряд цитируемых формулировок опущен).

на котором проводилось исследование; если информация была, как утверждает SEC, существенной, обладатели ее должны были воздержаться от торговли на рынке до ее огласки.

В. Существенная служебная (инсайдерская) информация.

Безусловно, инсайдеру не всегда запрещено инвестировать в свою собственную компанию лишь по той причине, что он может больше знать о делах компании, чем внешние инвесторы. Обязательство инайдера раскрывать информацию или воздерживаться от сделок с ценными бумагами своей компании появляется только в "тех ситуациях, которые носят чрезвычайный характер и, по всей вероятности, могут иметь существенные последствия для рыночной цены ценной бумаги в случае раскрытия (в чрезвычайных ситуациях) информации о них".

Инсайдер также не обязан делиться с внешними инвесторами результатами своего более глубокого финансового или другого профессионального анализа и сообщать о своих догадках или прогнозах, основанных на таком анализе. Единственная цель регулирования заключается в том, чтобы у всех был равный доступ к существенной информации, но эта цель требует раскрытия информации лишь об основных фактах с тем, чтобы внешние инвесторы могли использовать свои собственные аналитические возможности для принятия своих собственных решений об инвестировании, имея такую же информацию, как и инсайдеры.

Это не означает, однако, что, как считал суд, "определение существенности обязательно должно делаться на консервативной основе, в особенности потому, что большое количество исков по разделу 10 (b) (Section 10 (b) представляется задним числом", т.е. существенный характер фактов определяется исключительно путем оценки последствий раскрытия информации о них для осторожных или консервативных инвесторов. Как мы указывали в деле "List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457, 462 "основа определения существенности факта состоит в том, будет ли разумный человек уделять ему внимание при принятии решения о конкретной сделке". Сюда, безусловно, может подпадать любой факт, "который, по разумной и объективной оценке, может оказать влияние на стоимость акций или ценных бумаг компании". Такой факт является существенным и подлежит широкой огласке среди публичных инвесторов до начала торговли инсайдером ценными бумагами компании. Спекулянты и чартисты на Уолл-Стрит (Wall Street) и Бей-Стрит (Bay Street) также являются "разумными" инвесторами, имеющими право на такую же правовую защиту, как и консервативные торговцы. Таким образом, существенные факты включают не только информацию о прибыли и ее распределении в компании, но также и те факты, которые могут повлиять на судьбу компании в будущем и на решение инвесторов о покупке, продаже или сохранении у себя ее ценных бумаг.

В любом случае, являются ли факты существенными по смыслу Правила 10b-5 (Rule 10b-5), когда они касаются конкретного события и не предаются огласке лицами, знающими о них, будет зависеть в каждой конкретной ситуации от оценки вероятности события и предполагаемых последствий его для общей деятельности компании.

Суть Правила 10b-5 (Rule 10b-5) сводится к достижению цели, поставленной Конгрессом: дать равный доступ всем инвесторам к благам, которые может дать участие в сделках с ценными бумагами. Конгресс исходил из намерения обеспечить для всех публичных инвесторов одинаковую степень рыночного

риска, который, безусловно, включает возможность того, что аналитический потенциал или рисковый капитал одного инвестора может превышать аналитический потенциал или капитал другого. В данном случае инсайдеры вели торговлю не на равных условиях с внешними инвесторами”.

Одно из следствий определения торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) как нарушения положений законодательства о ценных бумагах, запрещающих мошенничество, заключается в том, что такое определение дает основание для подачи частных исков о возмещении убытков в случае торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). Это означает, что обеспечение соблюдения запрета на такую торговлю не является исключительной прерогативой Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC).

Обзор практики регулирования инсайдерской торговли в **Японии** приведен в следующем тексте.

Извлечение из: Shen – Shin Lu, “Are The Amendments To Japanese Securities Regulation Law Effective Deterrents To Insider Trading”? 1991 COLUM. BUS. L. REV. 179, 182-93, 230, 233-35 (1991).

“Вскоре после окончания оккупации в 1952 г. в **Японии** была упразднена Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission) и был создан Совет по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Council) - консультативный орган, ставший секцией Бюро ценных бумаг министерства финансов (Securities Bureau of the Ministry of Finance). В результате в Японии не стало независимого регулятора в области ценных бумаг. В 1953 г. Япония отменила государственное регулирование в области раскрытия информации эмитентом. Была также исключена статья 188 (Article 188), взятая из параграфа 16 (a) Закона США об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), требовавшая, чтобы корпоративные инсайдеры предоставляли отчеты в Министерство финансов при осуществлении ими сделок с ценными бумагами их компаний.

В 1988 г. в Японии были приняты наиболее радикальные изменения в законодательстве с момента принятия законодательства о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Law). Цели этих поправок заключались в следующем:

- 1) в условиях либерализации и глобализации рынка ценных бумаг заложить основы для торговли фьючерсами, индексами и опционами;
- 2) изменить требования о раскрытии информации для создания "более здорового" рынка для новых выпусков ценных бумаг;
- 3) вновь ввести запрет на торговлю с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) для укрепления веры инвесторов в справедливость и стабильность рынка ценных бумаг.

* * *

3. Возобновление регулирования торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли).

Новые изменения в законодательстве возобновили регулирование совершения сделок с ценными бумагами с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). Новый закон определяет, кто является "инсайдером", "квази-инсайдером" и "главным осведомленным лицом", а также какое поведение подпадает под положение о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле)...

В. Новый закон не изменит практику торговли ценными бумагами с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) в Японии.

Реформа торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) является самой важной частью нового закона. Примечательно, как один набор правил может давать совершенно различные результаты в разных странах. Если в США подается большое количество исков в связи с торговлей с использованием служебной информации (инсайдерской торговлей), то в Японии их почти нет. Почему одни и те же правила дают такие разные результаты в этих двух странах? Я считаю, что в Японии не произойдет больших изменений в практике торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) и что новый закон является неэффективным потому, что (1) Япония без особого энтузиазма приняла американскую модель законодательства о ценных бумагах, в том числе положения о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле); (2) основанное на англоамериканском общем праве регулирование трудно осуществлять в странах с гражданским правом; (3) торговля с использованием служебной информации (инсайдерская торговля) дает японским политикам средства для проведения избирательных компаний.

С. Препрежнее законодательство

Японский Закон о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Law) воспроизводит положения о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле) США. До введения новой поправки основными положениями о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле) были прежние статьи 58 и 189. Статья 58 (Article 58) представляла собой общее положение, запрещающее мошенничество. Статья 189 (Article 189) требовала от инсайдеров возврата компаниям прибылей от незаконной торговли.

1. Препрежняя статья 58

Препрежняя статья 58 (Article 58) была копией Правила 10b-5 (Rule 10b-5), разработанного в соответствии с Законом США об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). Правило 10b-5 (Rule 10b-5) является общим положением, запрещающим мошенничество в федеральном законодательстве о ценных бумагах, и широко применяется в США против торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). В отличие от Правила 10b-5 (Rule 10b-5), препрежняя статья 58 (Article 58) редко применялась в Японии и ни разу не фигурировала в деле о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле).

Препрежняя статья 58 (Article 58) запрещала "любому" лицу совершать "любой" мошеннический акт в "любой" сделке с ценными бумагами. В ней записано: Любому лицу запрещено:

(1) использовать любой мошеннический способ, замысел или хитрость при покупке, продаже или других сделках с ценными бумагами;

(2) получать деньги или другое имущество, используя документы или любую другую информацию, содержащие неверные сведения о существенном факте или опускающие упоминание о существенном факте, необходимые для того, чтобы информация не вводила в заблуждение;

(3) использовать неверную котировку для побуждения к покупке, продаже и другим сделкам с ценными бумагами.

Несмотря на то, что прежняя статья 58 (Article 58) никогда не применялась в случае торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли), она предусматривала наказание в виде тюремного заключения сроком до 3 лет или штрафа в размере до 3 миллионов иен, или и то, и другое вместе. Есть ряд причин, объясняющих, почему эта статья ни разу не применялась. Во-первых, японской публике было безразлично, кто выигрывал или проигрывал в торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле). До 1980-х годов мало кто из рядовых японцев покупал ценные бумаги на рынке. Торговля ценными бумагами считалась "делом профессионалов", воспринимавшихся в негативном смысле как азартные игроки, плуты или члены преступной группировки. Честный человек должен был упорно работать, а не покупать акции, потому что цены акций контролировались профессионалами, а у них выиграть невозможно. Только профессионалы играли с профессионалами. Кто мог быть всерьез озабочен тем, обманывают ли друг друга посредством торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) члены преступных группировок! Как указывал профессор Tatsuta, "большинство японцев не считало неэтичной торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю)".

Во-вторых, политики получают средства для избирательных компаний на рынке ценных бумаг или берут взятки от бизнеса, работающего на этом рынке. Японцы называют политиков "sensei" (профессор или учитель), потому что в массе своей японцы с традиционным почтением относятся к власти. Вайнер (Viner) пишет: "Хотя сбор средств в политических целях путем махинаций с ценными бумагами является в Японии незаконным, власти не заинтересованы в проведении расследований или судебных преследований". Политики собирают такие средства не только путем махинаций, но и при помощи торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли).

В-третьих, и что наиболее важно, формулировка статьи 58 (Article 58) была слишком размытой, а ее охват слишком широким для того, чтобы ее можно было эффективно применять для пресечения торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). Статья могла применяться к любым ценным бумагам: к имеющим доступ на фондовую биржу, к обращающимся на внебиржевом рынке, к распространяемым по закрытой подписке или выпущенным правительствами или иностранцами. В соответствии со статьей ответственность несло любое лицо, совершившее мошенническое деяние.

Статья была скопирована со статьи закона США, ее было трудно применять в японских судах. В японской правовой системе не существует суда присяжных для рассмотрения уголовных дел. Решения по фактам дела и применению

закона принимаются судьями. Для защиты прав подсудимых существуют очень строгие требования в отношении обвинения. Прокурор должен доказать наличие "умысла" подсудимого совершить преступление, а также "явные мотивы и последствия" преступления. Прокурор в Японии считается "высоко авторитетной инстанцией". Если он выдвигает обвинение подсудимому, то ожидается признание последнего виновным. Если у прокурора "накапливается" слишком много оправдательных приговоров, его считают некомпетентным. Так как в статье 58 (Article 58) не указывались подпадавшие под нее категории обвиняемых; прокуроры избегали применять эту статью из опасений, что оправдательный приговор повредит их прокурорской репутации. Министерство финансов заявило, что "... нам очень сложно точно определить сферу торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) ... Статью трудно распространить на торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю)".

Поправки 1988 г.

Во-первых, поскольку новые поправки предусматривают торговлю фьючерсами, индексами и опционами, к ним применимы все положения о торговле ценными бумагами с использованием служебной информации (инсайдерской торговле). Во-вторых, в Японии была возрождена статья 188 (Article 188), содержащая обязательство о раскрытии информации инсайдером. В-третьих, поскольку общие положения статьи 58 (Article 58), запрещающие мошенничество, слишком широки и размыты, были подготовлены новые статьи 190-2 и 190-3 (Articles 190-2 and 190-3), четко определяющие, кто является инсайдерами и какие действия запрещены. Неоднозначности больше быть не должно. В-четвертых, были расширены полномочия министра финансов по проверке фондовых бирж и эмитентов ценных бумаг. Наконец, данные статьи о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле) могут применяться только к компаниям, чьи ценные бумаги имеют доступ на фондовую биржу. Статья же 58 (Article 58) - общее положение, запрещающее мошенничество - может быть применима к любому виду ценных бумаг.

Добиться возмещения убытков в результате торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) частным порядком чрезвычайно трудно. В Законе о ценных бумагах и биржах нет положения, предусматривающего средства правовой защиты от такой торговли для частных лиц. Единственный способ добиться возмещения убытков, имеющийся у частного лица, понесшего убытки в результате торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли), - подать иск на инсайдера на основании статьи 709 Гражданского кодекса (Civil Code Article 709). Однако бремя доказательства лежит на истце.

Как человек со стороны - аутсайдер - может доказать, что инсайдер обладал служебной (инсайдерской) информацией о "существенных фактах" и использовал ее в торговле? Как аутсайдер может доказать, выполняя требования статьи, что инсайдер осуществлял такие сделки с умыслом и халатностью? Истцу также трудно будет доказать, какие убытки он понес на постоянно меняющемся рынке.

Еще одна проблема заключается в том, что в Японии коллективные иски - явление редкое, за исключением случаев крупномасштабного загрязнения окружающей среды с большим количеством погибших или понесших физический ущерб. Иск о возмещении убытков, главным основанием которого является торговля с использованием служебной информации (инсайдерская

торговля), не сможет набрать достаточного количества истцов. Оплата труда японских юристов не зависит от результатов дела. Истец платит юристу в любом случае - выигрывает ли тот тяжбу или проигрывает. Таким образом, лицо, понесшее убытки в результате торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) и желающее подать иск на инсайдера, сталкивается с реальными проблемами.

III. НЕОБХОДИМО ЛИ ОГРАНИЧИВАТЬ ИЛИ ПРЕСЕКАТЬ ТОРГОВЛЮ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СЛУЖЕБНОЙ ИНФОРМАЦИИ (ИНСАЙДЕРСКУЮ ТОРГОВЛЮ) В ЯПОНИИ?

Японский рынок ценных бумаг развивался быстро и успешно без серьезного регулирования торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). Нужно ли ему вообще ограничивать такую торговлю? Ответ - да, нужно, и вот почему: японская публика, наконец, поняла всю несправедливость торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли); такая торговля социально и экономически вредна; регулирование торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) является общей тенденцией во всем мире. Япония, как составная часть глобального экономического пространства, должна ограничить инсайдерскую торговлю и тем самым выполнить обещание, данное самой себе и международному торговому сообществу.

В результате бурного социального и экономического развития в послевоенные годы многие японцы стали вкладывать деньги в ценные бумаги. Многие домохозяйки, рабочие и служащие держат свои сбережения не только в банках, но и инвестируют их в ценные бумаги. Люди возмущены тем, что политики прибегают к торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле) как к источнику взяток и убежищу от налогов... В настоящее время публичные инвесторы проявляют большую обеспокоенность в связи с торговлей с использованием служебной информации (инсайдерской торговлей) и желает ограничить ее с целью защиты инвестиций в ценные бумаги.

Торговля с использованием служебной информации (инсайдерская торговля) для Японии не имеет социальной или экономической ценности. Корпоративные инсайдеры не должны получать свое вознаграждение в форме прибылей от торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли), потому что такая практика нарушает законодательство о компаниях. Вознаграждение инсайдеров должно определяться путем голосования на общих собраниях акционеров или быть определено в уставных документах компании. В соответствии с японским законодательством о компаниях вознаграждение, в котором нуждается предприниматель за ведение дел компании, не может быть оправданием торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). Ведение такой торговли для подкупа политиков является социально вредным. Японцы устали от такой практики... Почти все японские ученые и специалисты в этой области выступают против торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли). Японцы хотят раз и навсегда избавиться от такой торговли.

Регулирование торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) является глобальной тенденцией. Помимо описанных выше реформ, в **Австралии** были ужесточены меры наказания за торговлю с

использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю) как для частных лиц, так и для компаний. Для частных лиц штрафы были увеличены в десять раз, для компаний - в двадцать раз. В **Европейском Союзе** была принята новая директива, запрещающая торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю). Признаков ослабления регулирования такой торговли в мире не наблюдается. В мае 1986 г. Бюро по ценным бумагам Министерства финансов Японии подписало меморандум с Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) США о содействии в рассмотрении просьб, связанных с контролем над торговлей с использованием служебной информации (инсайдерской торговлей). Такой же меморандум существует между Японией и Великобританией. В сентябре 1986 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) США и Министерство торговли и промышленности Великобритании (Department of Trade and Industry) подписали меморандум, предусматривающий систему обмена информацией о торговле с использованием служебной информации (инсайдерской торговле) и случаях мошенничества с ценными бумагами и товарами. 1 июня 1988 г. Токийская фондовая биржа (Tokyo Stock Exchange) подписала соглашение с Чикагской товарной биржей (Chicago Mercantile Exchange) о контроле за торговлей. Все эти меморандумы и соглашения направлены на предотвращение торговли с использованием служебной информации (инсайдерской торговли) на крупнейших мировых рынках ценных бумаг. Таким образом, Япония, как сторона этих соглашений, обязана по международному и внутреннему праву выполнять свои обещания пресекать торговлю с использованием служебной информации (инсайдерскую торговлю). Без помощи Японии предотвратить такую торговлю в мире круглосуточно работающих глобальных рынков будет практически невозможно».

Обзор практики регулирования инсайдерской торговли на развитых и формирующихся рынках, не рассмотренных выше, содержится в исследовании Б.Б.Рубцова «Механизмы предотвращения недобросовестного использования информации инсайдерами на финансовых рынках (Кафедра ценных бумаг и биржевого дела Финансовой академии при Правительстве РФ, Московское агентство ценных бумаг, 1997 г.).

Извлечение из исследовательского отчета Б.Б.Рубцова:

«Франция

Законодательная база - Закон от 23.12.1970 No.70/1208 предоставляет полномочия по контролю над инсайдерской торговлей Комиссии по биржевым операциям (Commission des Operations de Bourse). Закон 1989 г. усилил эти полномочия. **К инсайдерам** относятся лица, имеющие привилегированный доступ к информации о компании: председатель и члены совета директоров, управляющие, члены исполнительного органа и наблюдательного органа (если компания имеет эти органы); близкие родственники этих лиц; в целом все лица, которые могут, в силу своего служебного положения, иметь доступ к инсайдерской информации. Лица, относящиеся к инсайдерам, в течение одного месяца после назначения на должность обязаны: либо обменять предьявительские акции, принадлежащие им или их детям, в именные; или депонировать эти ценные бумаги в специальном финансовом учреждении, уполномоченном принимать ценные бумаги у населения. **Фондовые ценности, на которые распространяется законодательство об инсайдерстве** - ценные бумаги французских эмитентов, допущенных к торговле на фондовой бирже (Официальный рынок, Второй рынок, Третий

рынок (Hors Cote) и Новый рынок (Nouveau Marche)). В случае покупки акций помещение их на счет депо должно быть произведено в течение 20 дней с момента приобретения ценных бумаг. Несоблюдение этих требований карается штрафом от 2000 до 60000 франков. **Санкции за нарушение законодательства об инсайдерах.** Инсайдеры, совершившие сделку на базе инсайдерской информации, прежде чем она стала общедоступной, могут быть осуждены на тюремное заключение на срок от 2 месяцев до 2 лет и/или к штрафу от 6000 до 10000000 фр. (размер штрафа может быть равен десятикратной величине полученной от инсайдерской деятельности прибыли).

Нидерланды

Законодательная база - Закон о контроле над торговлей ценными бумагами 1995 (Wet toezicht effectenverkeer (Wte 1995)), ст. 46. Кроме того, Модельный кодекс Амстердамской фондовой биржи предусматривает принятие всеми компаниями, имеющими листинг на бирже, определенных требований в отношении всех лиц компании, имеющих доступ к информации, способной оказать влияние на цены. К **числу инсайдеров** относятся все лица, имеющие конфиденциальную информацию. Контроль за инсайдерскими сделками ведется по ценным бумагам, которыми торгуют на фондовой бирже в Нидерландах или на зарубежной фондовой бирже по инструкциям из Нидерландов. **Санкции.** Максимальное наказание 2 года тюрьмы и/или штраф 5-й категории (максимальный размер 100 000 гульденов).

Швеция

Законодательная база - Закон об инсайдерской торговле 1990 г. К **числу инсайдеров** относятся члены Совета директоров, исполнительный директор, его замы, прочие члены исполнительного органа, бухгалтера, консультанты, работающие на постоянной основе с эмитентом и имеющие доступ к конфиденциальной информации, а также владельцы более 10% акций или голосующих акций компании. Лицо, получившее информацию о компании от кого-либо из перечисленных выше лиц (tippee), также подпадает под правила об инсайдерах. **Ценные бумаги, на которые распространяется законодательство об инсайдерстве**, - акции, производные от акций ценные бумаги, в том числе конвертируемые облигации, опционы и фьючерсы. **Конфиденциальной (инсайдерской) информацией** может считаться предложение о поглощении или информация о состоянии дел в компании. К инсайдерской информации относится также информация о предстоящей интервенции центрального банка на денежном рынке, об изменении законодательства или иная информация, способная повлиять на рынок. **Санкции** - штраф и тюремное заключение на срок от 6 месяцев до 2 лет.

Раскрытие информации инсайдерами. Все инсайдеры обязаны сообщать о принадлежащих им ценных бумагах и всех изменениях величины принадлежащих им пакетов в Финансовую инспекцию (Finansinspektionen - основной орган регулирования) при условии, что принадлежащий им пакет состоит, по меньшей мере, из 200 акций или равен 50 000 крон или более. Точно так же инсайдер обязан сообщать об изменениях пакета супруги (супруга), детей и иждивенцев. Это правило также касается юридических лиц, на которых инсайдер имеет влияние. Отчет должен быть направлен не позднее 14 дней с момента, когда та или иная компания стала инсайдером или была совершена сделка.

Австралия

Инсайдерская торговля запрещена Разделом 1002G Закона о корпорациях. **Под инсайдерскими сделками понимаются следующие виды сделок:** сделки лица, которое обладает информацией, способной оказать влияние на цены, причем данное лицо знает или должно знать, что информация способна оказать воздействие на цену (Раздел 1002G (2)); сделки, совершенные на основе информации, полученной от лица, которое само обладало подобной информацией и не имело права пользоваться ею при совершении сделок (Раздел 1002G (2)). Информация, способная оказать воздействие на цены, определяется как необщедоступная информация, которая, будучи известной, способна оказать воздействие на цены. **Ценные бумаги, на которые распространяются правила по инсайдерской торговле:** акции, облигации, опционы (за исключением биржевых опционов) на эти инструменты. **Санкции** - физическое лицо, нарушающее Раздел 1002G Закона о корпорациях, может быть оштрафовано на 200000 австрал. долл. или получить 5 лет тюрьмы (или то и другое вместе). Корпорация может быть оштрафована на сумму в 1000000 австрал. долл. Кроме того, лицо, совершившее сделку в нарушение данного раздела закона, обязано, вне зависимости от того, осуждено оно или нет, компенсировать другую сторону в сделке, которая не обладала этой информацией, и предоставить отчет о полученной прибыли эмитенту, выпустившему эти ценные бумаги.

Канада

Законодательная основа - канадский Закон о корпорациях (Canada Business Corporations Act), а также законы о ценных бумагах, действующие в канадских провинциях, требуют от инсайдеров публичных компаний предоставления отчетов о сделках, совершенных с ценными бумагами своих компаний. В целом законы провинций отличаются лишь в деталях. **К инсайдерам относятся:** любой директор или старший руководитель компании или ее дочерней компании; любое лицо или компания и ее директора и ее старшие руководители, которым принадлежит, прямо или косвенно, более 10% голосующих акций (за исключением андеррайтеров в ходе открытой подписки ценных бумаг); директора и старшие руководители компании, которая сама является инсайдером данной компании. Кроме того, к инсайдерам могут быть отнесены: служащие компании и просто связанные с компанией лица; лицо, сделавшее предложение о покупке контрольного или просто крупного пакета ее акций или лицо, которое имеет деловые отношения с данной компанией, ее директорами, руководителями или служащими; лицо, получившее информацию от любого из указанных выше инсайдеров. **К ценным бумагам, на которые распространяется инсайдерское законодательство,** относятся ценные бумаги, имеющие листинг на фондовых биржах, а также все ценные бумаги, выпускаемые по открытой подписке. **К инсайдерской информации** относятся все существенные факты (material facts), которые не обнародованы (не являются публичными). Эти факты могут затрагивать изменения в деятельности самой компании, структуре собственности и т.п., которые в состоянии оказать существенное воздействие на рыночную стоимость ее ценных бумаг. **К инсайдерской торговле** относятся обычно любые сделки, совершенные на базе инсайдерской информации, они считаются нарушением законодательства. **Санкции** - предусматривается штраф или тюремное заключение (либо то и другое вместе взятое). Лица, совершившие сделку с использованием инсайдерской информации в нарушение действующего законодательства, могут быть обязаны возместить контрагенту понесенные им убытки и отчитаться перед компанией о совершенной сделке.

Раскрытие информации инсайдерами. Обычно лицо, становящееся инсайдером, обязано предоставлять эмитенту сведения о принадлежащих ему

ценных бумагах компании. Впоследствии инсайдеры обязаны докладывать о всех изменениях в своем пакете ценных бумаг данного эмитента. Законодательство некоторых провинций предусматривает ускоренный режим предоставления информации инсайдером (физическим или юридическим лицом), обладающим пакетом, превышающим определенный минимум.

Швейцария

Инсайдерская торговля считается уголовным преступлением с 1 июля 1988 г., когда вступила в действие статья 161 Швейцарского уголовного кодекса (StGB), касающаяся "использования конфиденциальной информации". **К лицам, на которые распространяется действие указанной статьи,** относятся: члены совета директоров, члены исполнительного органа, посредники данной компании (агенты), члены аудиторского органа компании, государственные служащие, подчиненные всех перечисленных лиц, любое лицо, которое прямо или косвенно приобретает конфиденциальную информацию (tippee). Условием нарушения инсайдерского законодательства является использование конфиденциальной информации, которой обладает данное лицо, в целях обогащения для себя или для иного лица. Под личным обогащением понимается также уменьшение убытков. Нарушитель должен при этом реально получить денежную выгоду. **Ценные бумаги, затрагиваемые инсайдерским законодательством:** акции, торгуемые на бирже или на внебиржевом рынке; прочие ценные бумаги в документарной и бездокументарной форме; паи инвестиционных фондов. **Санкции** - предусматриваются штрафы и тюремное заключение до 3 лет. Для лиц, получивших информацию и совершивших сделку на ее основе (tippee), максимальный срок тюремного заключения 1 год.

ФОРМИРУЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Индия

Законодательная основа - согласно Закону о Совете по ценным бумагам и биржам 1992 г., Совет разработал правила в области инсайдерской торговли (Securities and Exchange Board of India (Insider Trading) Regulation, 1992). **К инсайдерам относятся:** любое лицо, которое связано или было связано с компанией и которое, в силу этой причины, имеет или имело доступ к необнародованной информации, способной оказать влияние на цену ценных бумаг данной компании, а также любое лицо, получившее или имевшее доступ к необнародованной информации, способной оказать влияние на цены. **К лицам, связанным с компанией, относятся:** директора, служащие компании, а также лица, в силу своей профессиональной деятельности имеющие доступ к необнародованной информации; директора и служащие компании, входящей в ту же группу или ее дочерней компании; служащие фондовой биржи, клиринговой палаты, компании по ценным бумагам; инвестиционный банкир, трансфер-агент, регистратор, доверенное лицо по облигационному займу, брокер, портфельный менеджер, инвестиционный консультант, служащий инвестиционной компании, член совета доверителей взаимного фонда или член совета директоров управляющей компании взаимного фонда; член совета директоров или служащий государственного финансового учреждения; официальный представитель саморегулируемой организации, признанной Советом в качестве регулятивного органа; родственник любого из вышеперечисленных лиц; банк, обслуживающий эмитента. **Ценные бумаги, затрагиваемые инсайдерским законодательством:** инструменты, которые определяются как securities (инвестиционные ценные бумаги). Это акции, стрипы, обеспеченные и необеспеченные облигации и подобные

обращающиеся ценные бумаги, а также государственные облигации. Кроме того, оно распространяется на подписные права и на все инструменты, которые правительство сочтет необходимым квалифицировать как инвестиционные ценные бумаги. **Информация, на которую распространяются инсайдерские правила:** финансовые отчеты компании; декларации об ожидаемых дивидендах; информация о новых эмиссиях ценных бумаг; планы реализации новых инвестиционных проектов; слияния, поглощения; продажа какой-то части компании; любая информация, способная повлиять на величину доходов компании; любые изменения политики, планов или деятельности компании. **Санкции** - на основании раздела 24 Закона о Совете по ценным бумагам и биржам 1992 г. лицо, совершившее нарушение инсайдерского законодательства, может быть наказано тюремным заключением сроком до 1 года и/или штрафом. Величина штрафа определяется решением суда. Если нарушение допущено компанией, применяется раздел 27 Закона. Совет по ценным бумагам и биржам наделен полномочиями проводить расследования на основе изучения всей отчетности инсайдера

Корея

Законодательная основа - в основе законодательства по инсайдерам лежит Закон о ценных бумагах и биржах 1962 г. (статьи 188, 188-2, 208) с последующими изменениями. **К инсайдерам относятся:** члены совета директоров, сотрудники, акционеры, имеющие более 10% акций компании, директора дочерних компаний, а также сертифицированные публичные бухгалтеры (CPA), имеющие конфиденциальную необнародованную информацию, касающуюся фирмы. **Ценные бумаги, затрагиваемые инсайдерским законодательством:** все ценные бумаги корейских компаний (как имеющих, так и не имеющих листинг на бирже). Инсайдерам запрещено совершать продажу акций собственной компании без покрытия (не имея этих акций в наличии). Если инсайдер совершил сделки купли-продажи ценных бумаг компании с интервалом менее 6 месяцев и при этом получил прибыль, корпорация или государственный орган, регулирующий рынок ценных бумаг, вправе потребовать у него передачи корпорации всей прибыли. **Санкции** - максимальное наказание до 3 лет тюремного заключения и до 20 млн. вон штрафа.

Малайзия

Законодательная основа - Закон о компаниях 1965 г. (Companies Act 1965); Закон об отрасли ценных бумаг 1983 г. (Securities Industry Act); Кодекс о поглощениях и слияниях (Malaysian Code on Takeovers and Mergers); Требования по листингу Куала-Лумпурской фондовой биржи. **К инсайдерам относятся** согласно Закону о компаниях 1965: директора; руководители подразделений; посредники (агенты); любое лицо, получившее информацию при исполнении служебных обязанностей или при исполнении служебных обязанностей в прошлом, если с момента их прекращения прошло менее 12 месяцев. **Ценные бумаги, затрагиваемые инсайдерским законодательством:** акции, облигации корпораций, государственные облигации и инструменты, производные от этих ценных бумаг. **К инсайдерской торговле** относятся сделки с ценными бумагами, совершенные лицами, обладавшими информацией, способной оказать влияние на цены и являвшейся в момент совершения сделки конфиденциальной. Согласно разделу 132 (Е) Закона о компаниях любые сделки купли или продажи имущества между компанией, с одной стороны, и ее директорами, а также связанными с ними лицами, с другой, допускаются только с разрешения общего собрания акционеров (с резолюцией собрания). Закон об индустрии

ценных бумаг 1983 г. запрещает руководителям компании совершать сделки с ценными бумагами компании. Кодекс по поглощениям и слияниям предусматривает, что все лица, имеющие информацию о поступившем предложении о слиянии или поглощении, должны рассматривать эту информацию как строго конфиденциальную и не вправе передавать эту информацию третьим лицам. **Санкции** - по Закону о компаниях наказание, налагаемое на директора, руководителя или посредника за нарушение его должностных обязанностей в части инсайдерской информации, составляет 5 лет тюрьмы или штраф в размере 30 000 ренгит. Кроме того, он/она обязан отчитаться о полученных доходах. По Закону об отрасли ценных бумаг инсайдер обязан возместить компании понесенные в результате его действий убытки, при этом минимальный размер штрафа составит 50 000 ренгит, а максимальный срок тюремного заключения - 7 лет. По правилам Куала-Лумпурской фондовой биржи компания, имеющая здесь листинг, при появлении слухов или сообщений (истинных или ложных), способных повлиять на принятие инвестиционных решений, обязана незамедлительно принять меры по публичному разъяснению ситуации.

Мексика

Законодательная основа - Закон о рынке ценных бумаг и правила Национальной комиссии по банкам и фондовому рынку. **Лица, на которые распространяются правила по инсайдерам:** I группа - члены совета директоров, исполнительные директора, руководители подразделений, внешние аудиторы, внутренние аудиторы, секретари коллегиальных органов компаний, зарегистрированных в Национальном реестре ценных бумаг и фондовых посредников; II группа - акционеры указанных компаний, имеющие более 10% их акций; III группа - члены совета директоров, исполнительные директора, руководители подразделений компаний, контролирующих 10% и более акционерного капитала указанных выше компаний; IV группа - консультанты этих компаний, а также все лица, которые, в ходе сотрудничества с компанией-эмитентом, имели возможность получить инсайдерскую информацию; V группа - акционеры, которым принадлежит 5% и более акций кредитных организаций, чьи ценные бумаги зарегистрированы в Национальном реестре ценных бумаг и фондовых посредников.

Для ряда лиц установлены ограничения на способы инвестирования в акции, зарегистрированные в Национальном реестре: только через доверительные отделы банков или компаний по ценным бумагам, а также через приобретение акций взаимных фондов. К этим лицам относятся: служащие министерства финансов (Secretaria de Hacienda y Credito Publico) и агентств федерального правительства, которые так или иначе занимаются регулированием фондового рынка; члены Совета управляющих и сотрудники Национальной комиссии по банкам и фондовому рынку; сотрудники и специалисты компаний по ценным бумагам и управляющие взаимных фондов, не являющиеся членами их советов директоров; руководители и служащие холдинговых компаний и принадлежащих им финансовых учреждений вне зависимости от того, являются ли они членами совета директоров или нет; руководители и сотрудники фондовой биржи, фондовых депозитариев, члены их советов директоров, руководители и сотрудники рейтинговых агентств.

Ценные бумаги, на которые распространяются инсайдерские требования - акции, корпоративные облигации, государственные облигации. **Санкции** - признание сделки ничтожной, возмещение ущерба; штраф, максимальный размер которого не может более чем в два раза превышать полученную от

сделки прибыль; запрет на профессиональную деятельность на фондовом рынке; прочие штрафы.

Раскрытие информации инсайдерами. Руководители, сотрудники, агенты и акционеры, имеющие более 10% акций компании, обязаны уведомлять Национальную комиссию по банкам и фондовому рынку о всех сделках с ценными бумагами компаний, по отношению к которым они являются инсайдерами. Прочие инсайдеры обязаны сообщать о сделках, совершаемых с ценными бумагами, зарегистрированными в Национальном реестре ценных бумаг и фондовых посредников. Корпорации обязаны сообщать о всех изменениях в составе совета директоров. Акционеры, имеющие 10% и более акций, обязаны уведомлять об изменении размера своего портфеля.

Бразилия

Законодательная основа - Закон о корпорациях 1976 N 6404 определяет права и обязанности директоров и руководителей подразделений открытых компаний. Контроль за выполнением этих правил возложен на Комиссию по ценным бумагам (CVM). Более детально проблема нарушения инсайдерского законодательства описана в законе о "беловоротничковой" преступности N 7492 от 16 июня 1986 г. Санкции за нарушения инсайдерского законодательства определяются инструкциями Комиссии по ценным бумагам.

Лица, на которые распространяются правила по инсайдерам: директора и руководители компании не вправе использовать конфиденциальную информацию, относящуюся к компании, в целях личного обогащения, и им запрещено совершать какие-либо операции, противоречащие интересам компании. При вступлении в должность они обязаны сообщить акционерам о величине принадлежащих им или их аффилированным лицам пакетов ценных бумаг данной компании, а также о величине получаемого вознаграждения в процессе исполнения своих обязанностей. **Ценные бумаги, затрагиваемые инсайдерским законодательством:** закон N 6385/76 относит к ценным бумагам, на которые распространяются инсайдерские правила, акции, облигации, варранты, а также прочие ценные бумаги, выпускаемые корпорациями, по усмотрению Национального монетарного совета (Conselho Monetario Nacional). **Информация, на которую распространяются инсайдерские правила:** в разряд инсайдерской информации попадает любое существенное событие или факт. Под ними подразумевается информация, которая может повлиять на: курсы ценных бумаг эмитента; готовность инвесторов покупать или продавать бумаги; готовность инвесторов осуществлять свои права по принадлежащим им ценным бумагам. **Санкции:** Комиссия по ценным бумагам (CVM) за нарушение правил может применить следующие санкции: 1)предупреждение; 2)штраф; 3)временно отстранить от исполнения обязанностей управляющего открытым акционерным обществом или компании по ценным бумагам; 4)наложить полный запрет для вышеуказанных лиц на работу в прежнем качестве; 5)приостановка лицензии на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг; 6)отзыв лицензии. Последние четыре меры воздействия применяются в случае очень серьезного нарушения. В том случае, если Комиссия сочтет, что совершено уголовное преступление, дело будет передано в суд.

Раскрытие информации инсайдерами. При вступлении в должность менеджеры открытых акционерных обществ обязаны раскрывать информацию о принадлежащих им ценных бумагах компании. На общем годовом собрании по требованию акционеров, располагающих не менее 5% капитала, управляющие обязаны предоставлять информацию о: всех операциях с ценными бумагами своей компании и ее дочерних компаний за последний год;

о приобретенных и реализованных за последний год опционах-колл; о всех косвенных или дополнительных доходах и поступлениях, полученных от компании.

Венгрия

Законодательная основа - инсайдерская торговля запрещена Законом о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах 1990 г. (разделы 75-80). **Лица, на которые распространяются правила по инсайдерам:** руководители эмитента, брокерских компаний, а также руководители любого юридического лица, имеющего свыше 25% капитала эмитента или банка, в котором открыт счет эмитента; близкие родственники указанных выше лиц; акционеры, имеющие свыше 10% капитала эмитента и близкие родственники этих акционеров (физических лиц); лица, которые на протяжении последних шести месяцев выполняли для эмитента работы или находились с ним в тесном контакте и благодаря этому имели доступ к служебной информации (аудиторы, юридические консультанты, налоговые консультанты); любое лицо может считаться инсайдером, если оно получило служебную информацию и понимало, что информация является служебной. **Ценные бумаги, затрагиваемые инсайдерским законодательством:** выпускаемые по открытой подписке (публичные) акции, облигации и прочие свободно обращающиеся ценные бумаги. **Инсайдерские сделки происходят** в случае, если инсайдер, преследуя собственную выгоду или действуя в интересах иного лица: совершает операции с ценными бумагами на основе инсайдерской информации; совершает по доверенности подобные сделки; передает информацию лицу, которое может воспользоваться этой информацией. Операция не будет считаться инсайдерской, если инсайдер сможет доказать, что: он (она) был вынужден продать ценные бумаги в качестве ликвидатора для того, чтобы расплатиться с кредиторами; операция была произведена с лицом, которому также была доступна данная служебная информация. **Информация, на которую распространяются инсайдерские правила:** любая информация, касающаяся финансовой, экономической или юридической сторон деятельности эмитента, брокерских компаний и гаранта, способная повлиять на цены их бумаг. **Санкции:** с 1994 г. в венгерское законодательство внесено положение о торговле ценными бумагами с использованием конфиденциальной информации, согласно которому лицо, заключающее сделку с ценными бумагами с использованием служебной информации, совершает уголовное преступление, которое карается тюремным заключением сроком до трех лет. **Раскрытие информации инсайдерами** - о всех совершенных (самостоятельно или по чьей-то доверенности) сделках с ценными бумагами инсайдеры обязаны уведомлять Государственную комиссию по ценным бумагам и биржам».

7.3. ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ МАНИПУЛИРОВАНИЮ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Ценовое манипулирование на рынке ценных бумаг или на ином финансовом или товарном рынке - деятельность на рынке, цель которой извлечение выгоды из нарушения принципа открытого и честного конкурентного установления цены, искусственное воздействие на цены, побуждение других участников рынка покупать или продавать ценные бумаги или иные товары по несправедливым ценам, которые бы никогда не сложились на данном уровне на открытом и честном рынке. Манипулятор стремится

получить прибыль от искусственных цен, играя на повышение (чаще всего), на понижение (реже) или осуществляя стабилизацию цен с тем, чтобы ценная бумага была продана дороже, чем если бы это происходило под влиянием только рыночных сил.

Манипулирование оказывает негативное влияние на рынок, предопределяя неправильное, искаженное распределение финансовых ресурсов. Искажается ценообразование на финансовые активы. Оказывается незащищенной инвестирующая публика, подрываются стимулы и интерес к массовому инвестированию. Оказываются нарушенными такие фундаментальные принципы публичного, открытого рынка, как этичность, честность, равенство возможностей для инвесторов. Как следствие, снижается эффективность рынка, неоправданно усиливается его спекулятивный характер.

Извлечение из: Richard J. Tewless, Edvard S. Bradley, Ted M. Tewless. Stock Market, 6th Edition. New-York: John Wiley & Sons, Inc., 1992, P.P. 316 – 317.

«Манипулятор может преследовать три возможные цели: (1) первая заключается в повышении курса ценной бумаги, которую манипулятор потом продает инвестору. Это наиболее распространенный способ манипулирования; (2) вторая цель может заключаться в стабилизации цен. Конечный результат обычно состоит в том, что ценная бумага продается по более высокому курсу, чем тот, который бы установился под воздействием чисто рыночных сил. Подобная практика часто используется при андеррайтинге ценных бумаг. Подобное манипулирование разрешено SEC (Комиссией по ценным бумагам и биржам, США) при условии, что публичные инвесторы полностью информированы о проведении подобных операций. Такое манипулирование редко является объектом критики; (3) третья цель может заключаться в понижении цен; подобное манипулирование встречается довольно редко, исключение составляет деятельность так называемых медведей, стремящихся извлечь прибыль путем совершения продаж без покрытия».

Прочие ситуации, в которых у различных субъектов рынка ценных бумаг возникает стремление к манипулированию ценами: а) собственник владеет крупным блоком акций и желает «сбросить его» по более высоким ценам; б) андеррайтер, выкупивший при неполном первичном размещении нереализованную часть акций и желающий сбывать их; в) залогодатель, стремящийся повысить оценку заложенного имущества в форме ценных бумаг; г) заинтересованное в компании лицо, стремящееся воздействовать на успех или неуспех тендерного предложения; д) собственник опциона на покупку акций по цене, зафиксированной выше текущей рыночной цены (в этом случае реализация опциона невыгодна, пока цены не поднимутся); е) андеррайтер на «базе лучших усилий» (то есть обязанный по договору с эмитентом распространить его ценные бумаги по возможно более высоким ценам).

Виды манипулирования: а) основанное на совершении сделок, б) использующее информацию. В свою очередь, **манипулирование, основанное на совершении сделок:**

создание искусственного дефицита товаров на рынке - **корнеры (corners);**

имитация фальшивой активности, влияющей на цены, или совершение сделок по искусственным ценам, в т.ч. «мокрые продажи» (wash sales), спаренные ордера (matched orders), паркинг (parking) или складирование (warehousing), стабилизация (stabilization), пулы (pool), покупка компанией собственных акций за свой или чужой счет по договоренности с тем, чтобы повлиять на их цену;

совершение одномоментных сделок, чтобы повлиять на курс ценных бумаг в определенный момент времени, к которому привязаны цены исполнения срочных или иных контрактов, в т.ч. маркировка закрытия (marking the close), влияние на цену акции со стороны менеджера эмитента, если при достижении данной цены к конкретному сроку он должен получить бонус, повышательное давление на курс бумаг на вторичном рынке, чтобы установить более высокие цены размещения новых эмиссий, искусственное понижение цены к дате поставки ценных бумаг по срочному контракту;

выставление поручений на покупку и продажу по ценам, значительно отличающимся от рыночных, с тем, чтобы оказать искусственное воздействие на цену.

Манипулирование, использующее информацию:

распространение ложных или вводящих в заблуждение сведений о ценных бумагах, эмитентах, курсах ценных бумаг и т.д. Например, распространение / передача другим участникам информации о вероятном падении или повышении курса ценной бумаги в связи с собственными рыночными операциями или операциями третьих лиц;

нераскрытие фактов, которые могут оказать существенное влияние на курс ценной бумаги (например, факта убытков, изменения контроля за компанией и т.д.).

Прочие методы манипулирования:

искусственное завышение или занижение дивидендов (в зависимости от направления манипулятивной игры),

совершение сделок и выставление заявок по ценам, отличающимся от рыночных, в периоды времени, задающие ценовой уровень (например, при открытии и закрытии торговли, в предторговый и послеторговый периоды и т.п.) с целью установить искусственный уровень цен. Например, организация потока приказов в момент открытия биржи, чтобы создать необходимое направление в динамике цен в течение торгового дня;

создание искусственного дефицита или излишка предложения ценных бумаг на рынке в результате их складирования (warehousing) у партнеров;

использование операций с крупными блоками ценных бумаг, которые, проходя через рынок, искажают цену;

использование полномочий, полученных по трасту или по клиентским счетам (дискреционным счетам) или приказам, по которым операции выполняются на усмотрение брокера (создание множественной активной торговли, формирование нужного направления в движении цен).

В результате действий манипуляторов другие участники рынка искусственно побуждаются покупать и продавать ценные бумаги и устанавливать на них цены под влиянием созданных у них ложных представлений о ситуации на рынке, что приводит к грубому искажению ценовой динамики, несправедливому получению прибылей манипуляторами за счет других сторон.

Отдельные формы манипулирования могут быть признаны законными в строго ограниченных ситуациях (например, стабилизация).

ХАРАКТЕРИСТИКА ОТДЕЛЬНЫХ ВИДОВ МАНИПУЛИРОВАНИЯ

Корнер, угол (corner). Манипулятивная практика, применяемая в отношении активов, торгуемых на бирже, в случае, если их количество, обращающееся на рынке, является конечным, ограниченным. Стремясь к корнеру, игроки на повышение скупают конкретную ценную бумагу, вызывая этим рост цен. При этом возрастает активность противостоящих им игроков на понижение, считающих, что данный актив переоценен, рынок не удержит на данном ценовом уровне и вскоре последует стремительное падение цен. Соответственно, эти игроки спекулируют на понижение, осуществляя постоянно растущие продажи ценной бумаги без покрытия, на срок, не имея ее запаса у себя, надеясь, что в момент поставки и расчетов ее курс упадет, они выйдут на рынок, откупят нужное количество данных ценных бумаг по более низкой цене и осуществят поставки, заработав курсовую разницу.

В результате к моменту поставок и расчетов оказывается, что на рынке этой ценной бумаги в свободной продаже больше нет, все её запасы сосредоточены у игроков на повышение, которые цену не только не понижают, а, наоборот, взвинчивают. Игроки на понижение загнаны в угол; чтобы рассчитаться по продажам без покрытия, они могут приобрести ценную бумагу только у тех, кому они ее продавали (то есть у игроков на повышение) и кто аккумулировал в своих руках весь наличный запас ценной бумаги, имеющийся на рынке, взвинтив при этом цены. За этим часто следуют переговоры, урегулирование расчетов в пользу игроков на повышение, банкротства.

Другой вариант корнера - предоставление манипуляторами ссуд ценными бумагами игрокам на понижение и скрытый откуп первыми у них ценных бумаг на открытом рынке по всё возрастающей цене. К моменту расчетов по ссудам все ценные бумаги находятся у кредиторов. Чтобы погасить ссуды, нужно выкупить у них ценные бумаги по сверхвысоким ценам. Корнер может быть неудачным (недостаток финансовых ресурсов у игроков на

повышение, чтобы поддерживать постоянно нарастающие покупки, выброс на рынок нового запаса ценной бумаги, что делает доступ к ней неограниченным, а ситуацию корнера - невозможной). В этом случае выигрывают игроки на понижение.

Попытки корнера могут делаться не только в отношении ценных бумаг, но и любого другого ограниченного в запасах актива, имеющего организованный рынок (например, рынок драгоценных металлов). Расцвет корнеров, например, на рынке ценных бумаг США - XIX век, хотя неоднократные попытки таких стратегий делались и веком позже. При корнере часто количество проданных без покрытия акций в несколько раз превышало размер эмиссии. Является запрещенной манипулятивной практикой.

«Мокрые продажи» (wash sales). Это притворные сделки, в результате их совершения фактически не происходит смены собственника. Включают несколько методов манипулирования: а) имитация сделки на бирже; два брокера объявляли цену и заявляли о совершении сделки, однако на самом деле не происходило движения ни денег, ни ценных бумаг; б) размещение манипулятором одновременно у двух брокеров заявки на покупку и продажу одних и тех же бумаг - спаренные ордера (matched orders); ценные бумаги продавались одному брокеру и тут же покупались у другого, при этом реальной смены собственника не происходило; в) продажа ценных бумаг в кругу семьи, родственникам или знакомым, с сохранением ценных бумаг в фактической собственности.

Совершение указанных притворных сделок не приводит к реальной смене собственника на финансовый актив, при этом их ценовые условия могут существенным и искусственным образом повлиять на цену финансового актива на рынке. Подобные сделки могут также применяться для создания искусственной активности в сделках по конкретному финансовому активу, что влияет на спрос и цену.

Спаренные ордера (matched orders) - спаренные ордера, спаренные приказы. Введенному приказу на покупку (или продажу) соответствует введенный (или долженствующий быть введенным в будущем) приказ на продажу (или покупку), который имеет в существенной степени тот же самый размер, то же самое время введения и в существенной степени ту же самую цену. Исполнение спаренных ордеров не приводит к реальной смене собственника на финансовый актив, при этом их ценовые условия могут существенным и искусственным образом повлиять на цену финансового актива на рынке.

Паркинг (parking). «Паркование», накапливание ценных бумаг у контрагентов на основе продажи им ценных бумаг с обратным выкупом по безрисковым для них ценам. Метод манипулирования ценами, используемый для поддержания искусственной активности на рынке, влияющей на цены. Манипулятор получает возможность временно накапливать у своих контрагентов запасы ценных бумаг, выкупать их, перебрасывать на других партнеров, поддерживая постоянно высокую активность и нужную ему курсовую динамику по ценной бумаге, являющейся объектом манипулирования.

Стабилизация (stabilization). Манипулятивная практика, являющаяся частично разрешенной (США). При размещении публичных эмиссий ценных бумаг возникает необходимость стабилизации данных ценных бумаг на вторичном рынке (например, цены на вторичном рынке могут демонстрировать снижение и даже упасть ниже цен первичного размещения, что делает его невозможным; выброс на вторичный рынок крупных партий ценных бумаг как результат размещенной эмиссии может искусственно снизить курс ценной бумаги; попытка первичных инвесторов немедленно реализовать свою прибыль (цены первичного размещения обычно ниже цен на вторичном рынке) способна привести к аналогичному эффекту.

Если эмиссия размещается по рыночным ценам, колебания которых происходят вместе с изменениями цен на бумаги на вторичном рынке, и если андеррайтер не берет на себя фиксированных обязательств по выкупу ценной бумаги, манипулирование на основе стабилизации является запрещенным. Если эмиссия распределяется по фиксированным ценам и андеррайтером приняты твердые обязательства по её выкупу, то андеррайтер может в период публичного размещения противодействовать угрозам, указанным выше, и осуществлять стабилизацию рынка, то есть искусственно поддерживать уровень цен на вторичном рынке, достаточно высокий, чтобы эмиссия была полностью размещена. Стабилизация может осуществляться менеджером синдиката. Для этого он размещает в торговых системах приказы на покупку в таком объеме и поддерживает такой уровень покупок ценной бумаги, чтобы погасить возможные всплески продаж и их понижающее влияние на курсы на вторичном рынке.

Пул (pool) - вид запрещенного манипулирования рынком. Пул представляет собой группу участников рынка, объединяющих свои силы и средства для манипулирования рынком, осуществляющих согласованные действия с целью оказания искусственного воздействия на цены и побуждения других участников рынка покупать и продавать ценные бумаги по искусственным ценам, которые бы заведомо не сложились при свободном воздействии рыночных сил.

Схема игры пула: приобретение акций на открытом рынке (**trading pool**-торговый пул) или получение опциона на приобретение крупного пакета акций, с которыми осуществляется игра, по фиксированной цене (**option pool**-опционный пул); скоординированные активные действия по повышению цены акции выше курса, по которому были приобретены ценные бумаги или по которому есть право их приобретения (опцион); осторожный сброс акций членами пула по более высоким ценам и реализация прибыли (после чего цена может стремительно падать и пул может получать дополнительные прибыли от игры на понижение).

На этапе повышения цен с этой целью имитируется искусственная активность вокруг акции, являющейся предметом игры («мокрые продажи», спаренные ордера, «паркование», скоординированные переброски ценных бумаг между членами пула, открытие менеджером пула и его членами множества счетов у различных брокеров). Создается активный информационный фон. Так, создание пула часто приурочивается к моменту

поступления хороших новостей из компании, способных оказать влияние на цену акции, что заранее известно из инсайдерских источников. Кроме того, распространяется ложная или вводящая в заблуждение информация о хороших инвестиционных прогнозах, активно выступают директора компании, если они являются участниками пула, привлекается пресса, рекламные агентства и т.д.

На этапе медленного и осторожного сброса акций (на фоне продолжения роста курса) пулом сохраняется множественность покупок и продаж. В силу этого невозможно определить, что пул уже не покупает бумагу у публики, а сбрасывает её, реализуя накопленную прибыль. Участники пула (до нескольких десятков) действуют на основе формального или устного соглашения (контракт на создание пула) под руководством менеджера пула, на основе разделения прибылей в зависимости от доли вложенных каждым в пул финансовых средств. В состав пула часто включаются директора или другие инсайдеры компании-эмитента (благоприятное отношение к пулу со стороны эмитента акций, инсайдерская информация).

РЕГУЛИРОВАНИЕ МАНИПУЛЯТИВНОЙ ПРАКТИКИ

Различные подходы к регулированию манипулятивной практики. Известно, что рынки **США** и **Великобритании** являются более основанными “на акциях”, чем рынки континентальной Европы, которые в значительной мере продолжают носить облигационный характер, с очень развитым сектором государственных ценных бумаг, с высокой долей финансирования промышленности не выпуском акций, а прямым банковским кредитованием. Соответственно, структура рынков является более “крупнозернистой” (меньшее количество розничных акционеров, крупные пакеты акций у универсальных банков, более крупная структура собственности).

В этой связи наиболее сильно манипулятивные операции были развиты в США и Великобритании, что, как следствие, привело к созданию более детальных и жестких систем регулирования манипулятивной практики.

По мере того, как в 1970-90-е годы проявилась тенденция к секьюритизации, к росту роли рынков акций (особенно в финансировании инновационных компаний), во все большей мере в Европе стало культивироваться создание кодексов правил поведения профессиональных участников фондового рынка, включающих, в том числе, нормы, относящиеся к манипулятивной практике.

Вместе с тем сохраняются значительные отличия:

а) регулирование манипулятивной практики в США основано на нормах англо-саксонского (прецедентного) права (в отличие от континентального права в Европе);

б) наиболее детальные нормы, запрещающие манипулятивную практику, наиболее обширен арсенал мер воздействия в США; соответственно, в Европе

данные нормы содержатся прежде всего в актах уголовного права и в общей форме в законах, регулирующих деятельность на финансовом рынке;

в) США имеют значительно более обширную практику применения антимаанипулятивных норм (например, базы данных Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) и Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers, NASD) содержат несколько сот выборок по данной тематике); в Европе, наоборот, соответствующие нормы права применяются значительно реже;

г) в Европе (в т.ч. в Великобритании) существует тенденция запрещать манипулирование не только ценными бумагами, но и другими видами финансовых инструментов или “инвестиций” (как в Великобритании).

США

Основной массив правил и норм, регулирующих манипулятивную практику, содержится в Законе об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934), в Законе о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933).

Общие запрещения манипулирования ценами (совместно с запрещением обманных действий на фондовом рынке) дано в разделе 10 Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Section 10 of the Securities Exchange Act of 1934), который гласит:

«Любое лицо нарушает закон, если оно, прямо или косвенно, используя любые средства или возможности торговли между штатами или почты, или услуги любой федеральной фондовой биржи, -

* * *

(b) использует или применяет в связи с покупкой или продажей любой ценной бумаги какие-либо манипулятивные или обманные средства или способы в нарушение таких правил и положений, которые может предписать Комиссия как необходимые или целесообразные в интересах публики или в целях защиты инвесторов».

В разделе 15-с(1-2) Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Section 15-с(1-2), Securities Exchange Act of 1934) дается более расширенное толкование запрещения на манипулирование в отношении конкретных категорий участников фондового рынка и видов ценных бумаг.¹⁴⁰

с.1.А. Ни один брокер или дилер не может осуществлять сделки, побуждать к покупке или продаже любой ценной бумаги, делать попытки к такому

¹⁴⁰ Здесь и далее переложение основной части текста, ограничения в тексте, распространяющие действие правил только на национальные фондовые биржи, не приводятся.

побуждению посредством манипулятивных, обманных или других мошеннических инструментов и схем.

с.1.В. Ни один дилер муниципальных ценных бумаг не может осуществлять сделки, побуждать к покупке или продаже любой муниципальной ценной бумаги, делать попытки к такому побуждению посредством манипулятивных, обманных или других мошеннических инструментов и схем.

с.1.С. Ни один брокер государственных ценных бумаг или дилер государственных ценных бумаг не может осуществлять сделки, или побуждать к покупке или продаже любой государственной ценной бумаги, или делать попытки к такому побуждению посредством манипулятивных, обманных или других мошеннических инструментов и схем.

с. 1. D. Права Комиссии по ценным бумагам и биржам. Она определяет (посредством выпуска правил и регулятивных установлений), какие инструменты и схемы являются манипулятивными, обманными и, кроме того, мошенническими.

с.1.Е. Порядок консультаций по поводу указанных правил и регулятивных установлений с Казначейством (Министерством финансов) и другими регулятивными органами. Права Комиссии на принятие указанных правил и установлений несмотря на возражения данных сторон, касающиеся негативного воздействия решений Комиссии на ликвидность и эффективность рынка государственных ценных бумаг, а также на конкуренцию на рынке.

с.2.А. Ни один брокер или дилер не может осуществлять сделки, побуждать к покупке или продаже любой ценной бумаги, делать попытки к такому побуждению, ведущие к вовлечению его в любое мошенническое, обманное, манипулятивное действие или практику, или выставление фиктивных котировок.

с.2.В. Ни один дилер муниципальных ценных бумаг не может осуществлять сделки, побуждать к покупке или продаже любой муниципальной ценной бумаги, делать попытки к такому побуждению, ведущие к вовлечению его в любое мошенническое, обманное, манипулятивное действие или практику, или выставление фиктивных котировок.

с.2.С. Ни один брокер государственных ценных бумаг или дилер государственных ценных бумаг не может осуществлять сделки, побуждать к покупке или продаже любой государственной ценной бумаги, делать попытки к такому побуждению, ведущие к вовлечению его в любое мошенническое, обманное, манипулятивное действие или практику, или выставление фиктивных котировок.

с. 2. D. Права Комиссии по ценным бумагам и биржам. Она определяет (посредством выпуска правил и регулятивных установлений), какие инструменты и схемы являются манипулятивными, обманными и мошенническими, какие котировки являются фиктивными.

с.2.Е. Порядок консультаций по поводу указанных правил и регулятивных установлений с Казначейством (Министерством финансов) и другими регулятивными органами. Права Комиссии на принятие указанных правил и установлений несмотря на возражения данных сторон, касающиеся

негативного воздействия решений Комиссии на ликвидность и эффективность рынка государственных ценных бумаг, а также на конкуренцию на рынке.

Раздел 17 Закона о ценных бумагах 1933 г. (Section 17, Securities Act of 1933) содержит общие нормы, запрещающие мошенничество на фондовом рынке. Вместе с тем традиционно считают, что этот раздел направлен против манипулирования ценами, поскольку методы, перечисленные в ней, широко используются для манипулирования. На практике, осуществляя преследование по конкретным случаям манипулирования, всегда ссылаются на Section 17, Securities Act of 1933 (перевод неофициальный):

а. Для любого лица, прямо или косвенно вовлеченного в указанные действия, является незаконным-

1. использовать любой инструмент, схему или трюк для того, чтобы совершить обман, или
2. получать деньги или имущество посредством любого ложного заявления о материальном факте или сокрытия материального факта, когда такое заявление должно быть сделано в свете сложившихся обстоятельств, или
3. вовлекаться в любую сделку, практику, процесс бизнеса, операции в рамках которых ведут или должны привести к мошенничеству или обману покупателя.

б. Для любого лица является незаконным публиковать, предоставлять публично или способствовать обращению любых уведомлений, циркуляров, рекламных объявлений, газет, статей, писем, инвестиционных услуг или коммуникационных сообщений, которые, хотя и не предлагают ценную бумагу к продаже, но характеризуют данную ценную бумагу, за вознаграждение, полученное или которое должно быть получено, прямо или косвенно, от эмитента, андеррайтера или дилера, без полного раскрытия факта вознаграждения, в прошлом или будущем, и, соответственно, суммы вознаграждения.

Конкретная практика манипулирования ценами запрещена положениями раздела 9 Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Section 9, Securities Exchange Act, 1934).¹⁴¹

а. Для любого лица, прямо или косвенно вовлеченного в указанные действия, является незаконным:

1. С целью создания ложной или вводящей в заблуждение видимости активной торговли любой ценной бумагой,

А. осуществлять любую сделку с данной ценной бумагой, не приводящую к смене собственника – выгодоприобретателя,

¹⁴¹ Переложение основной части текста, ограничения в тексте, распространяющие действие правил только на национальные фондовые биржи, не приводятся.

Комментарий: Статьей а(1)А запрещаются «мокрые продажи» и фиктивные сделки с ценными бумагами, не приводящие к смене собственника.

В. вводить приказ или приказы для покупки данной ценной бумаги со знанием того, что (в пользу той же или иных сторон) были отданы приказ или приказы для продажи этой ценной бумаги, имеющие в существенной степени те же параметры цены и количества ценных бумаг и отданные в существенной степени в то же самое время,

С. вводить приказ или приказы для продажи данной ценной бумаги со знанием того, что (в пользу той же или иных сторон) были отданы приказ или приказы для покупки этой ценной бумаги, имеющие в существенной степени те же параметры цены и количества ценных бумаг и отданные в существенной степени в то же самое время;

Комментарий: Статьями а(1)В и а(1)С запрещаются «спаренные ордера». В настоящее время кроссирование ордеров охватывает также срочный рынок.

2. Осуществлять (прямо или косвенно, с участием или без участия других сторон) серии транзакций с любой ценной бумагой, создающие активную торговлю с этой бумагой или ее видимость, приводящие к росту или понижению курса этой бумаги, с целью побудить других участников к покупке или продаже данной ценной бумаги;

Комментарий: Фактическое запрещение пулов, которые не могут существовать без подобных серий сделок, создающих видимость активной торговли ценными бумагами, а также попыток брокеров-дилеров провести манипулятивную операцию за свой собственный счет, без создания пула. При этом «транзакции» означают не только реальные, завершённые сделки, но и, например, выставление приказов на биржевой аукцион.

Данная норма носит также более общий характер, так как применима и в случае корнеров или иных манипулятивных стратегий, которые всегда основаны на совершении серийных сделок.

3. В качестве дилера или брокера, или в качестве иного лица, продающего или предлагающего для продажи ценную бумагу, а также покупающего или предлагающего для покупки ценную бумагу, побуждать к покупке или продаже любой ценной бумаги на основе циркуляции и распространения (в ходе своих обычных операций) информации о неизбежном или вероятном падении или повышении курса ценной бумаги в связи с рыночными операциями одного или нескольких лиц, целенаправленно действующих для повышения или понижения ее курса;

Комментарий: Статьей а(3) профессиональным участникам фондового рынка, другим покупателям и продавцам ценных бумаг запрещена практика распространения слухов и заказной информации, «покупки» или участия в манипулятивных прибылях журналистов, финансовых комментаторов и других лиц, способных обеспечить массовое распространение информации.

4. В качестве дилера или брокера, или в качестве иного лица, продающего или предлагающего для продажи ценную бумагу, а также покупающего или предлагающего для покупки ценную бумагу, побуждать к покупке или продаже любой ценной бумаги на основе любого заявления, которое с точки зрения времени и в свете обстоятельств, при которых оно было сделано, является ложным или вводящим в заблуждение с точки зрения любого материального факта, касающегося данной ценной бумаги, и в отношении которого объявитель знал или по всей вероятности знал, что оно является ложным или вводящим в заблуждение;

Комментарий: Статьей а(4) профессиональным участникам фондового рынка, другим покупателям и продавцам ценных бумаг запрещены ложные или вводящие в заблуждение заявления, ведущие к созданию ложной видимости активной торговли и сделанные «со знанием дела».

5. На основе заключений, полученных прямо или косвенно от дилера или брокера, или от иного лица, продающего или предлагающего для продажи ценную бумагу, а также покупающего или предлагающего для покупки ценную бумагу, побуждать к покупке или продаже любой ценной бумаги на основе циркуляции и распространения информации о неизбежном или вероятном падении или повышении курса ценной бумаги в связи с рыночными операциями одного или нескольких лиц, целенаправленно действующих для повышения или понижения ее курса;

Комментарий: Статья а(5) соотносится со статьей а(3), содержащей подобное запрещение для брокеров, дилеров и иных продавцов и покупателей ценных бумаг. Статья а(5) запрещает любому лицу (например, журналисту, финансовому аналитику, теле- и радиокomentатору) распространять манипулятивную информацию, полученную от брокера, дилера или иного лица, собирающегося купить или продать ценную бумагу.

6. Осуществлять (с участием или без участия любых других сторон) любые серии сделок по покупке или продаже данной ценной бумаги с целью закрепления, фиксинга или стабилизации курса этой бумаги с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов.

Комментарий: Статья 6 разрешает стабилизацию ценной бумаги в пределах правил и регулятивных норм, устанавливаемых Комиссией по ценным бумагам и биржам.

в. Для любого лица считается незаконным, т.е. с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов

1. Осуществлять любые сделки с любой ценной бумагой, посредством которых приобретаются любые срочные контракты «колл», «пут», стрэдлы или другие опционы и привилегии на покупку или продажу данной ценной бумаги без того, чтобы реально создавались обязательства по выполнению этих привилегий;

2. Осуществлять любые сделки с любой ценной бумагой, в отношении которой данное лицо имеет, прямо или косвенно, любое участие в срочных контрактах «пут», «колл», стрэдле, опционе или привилегии на покупку или продажу этой ценной бумаги;

3. Осуществлять действия, указанные в п.2, в интересах лица, в отношении которого есть основания считать и которое на самом деле имеет, прямо или косвенно, любое участие в срочных контрактах «пут» и «колл», стрэдле, опционе или привилегии на покупку или продажу этой ценной бумаги.

с. Незаконность прямого или косвенного индоссирования или гарантирования любых срочных контрактов «колл», «пут», стрэдлов или других опционов и привилегий в отношении любой ценной бумаги, с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может предписать в качестве необходимых или соответствующих интересам публики или задачам защиты инвесторов...

Комментарий: Статьи b) и c) на практике запрещают «опционные пулы», когда манипулятивная деятельность в отношении ценной бумаги разворачивалась после приобретения опциона (фиксации цены) или получения иной привилегии на приобретение ценной бумаги по фиксированной заранее цене.

е. Любое лицо, которое добровольно участвует в любом действии или сделке в нарушение правил, установленных в подсекциях (a), (b), (c) данной секции, является обязанным перед любым лицом, которое купит или продаст любую ценную бумагу по цене, которая оказалась под воздействием этого действия или сделки, при этом понесшее ущерб лицо может предъявить иск в суд соответствующей компетенции с тем, чтобы возместить ущерб, наступивший в результате указанного действия или сделки (дальнейшее детальное описание полномочий суда опущено).

Комментарий: Статьей e) вводится ответственность лиц, инициировавших

манипулятивные сделки.

g. Независимо от любой иной законодательной нормы, Комиссия по ценным бумагам и биржам имеет право регулировать торговлю любыми срочными контрактами «пут», «колл», стрэдл, опционами или привилегиями на любую ценную бумагу, депозитный сертификат, на группу ценных бумаг или индекс на них (включая любое участие в них непосредственно или базирующееся на их стоимости), а также (далее срочные контракты на иностранную валюту).

Комментарий: Статьей g) устанавливается право Комиссии по ценным бумагам и биржам регулировать срочный рынок с тем, чтобы предотвратить использование срочных финансовых инструментов для манипулирования фондового рынка.

h. Ограничения на практику, воздействующую на колеблемость рынка. Для любого лица считается незаконным... осуществлять любой акт или использовать любую практику в связи с покупкой или продажей любых акций или связанных с ними ценных бумаг с нарушением правил и регулятивных норм, которые Комиссия по ценным бумагам может принять в качестве необходимых или соответствующих интересам публики, задачам защиты инвесторов, поддержания справедливого, в надлежащем порядке рынка с тем, чтобы со стороны Комиссии:

1. предписать средства, предназначенные воспрепятствовать манипулированию ценами на рынке акций или значительном его сегменте;

2. запретить или ограничить - в течение периодов экстраординарной колеблемости рынка - любую торговую практику по покупке или продаже акций или связанных с ними ценных бумаг, которая, как определила Комиссия,

А. внесла значительный вклад в экстраординарный уровень колеблемости, угрожающей поддержанию справедливого, в надлежащем порядке рынка; и

В. с достаточной степенью определенности вызывает такие уровни колеблемости рынка, будучи не запрещенной или ограниченной;

3. принимая правила, зафиксированные в п.2, Комиссия...будет минимизировать их воздействие на нормальные операции рынка и свободу любого лица покупать или продавать любую акцию или связанную с ней ценную бумагу.

США: СТАБИЛИЗАЦИЯ ЦЕН В ПЕРИОД ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ И ЕЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

В том случае, если первичное размещение ценных бумаг базируется на твердых обязательствах андеррайтеров по выкупу эмиссии (например, США), возникает стимул к одновременному поддержанию курса данной ценной бумаги или ценных бумаг того же класса на вторичном рынке. Например, это может делаться активной скупкой данной бумаги по ценам, завышенным по отношению к ценам первичного размещения и являющимся искусственными (поддерживаемыми операциями андеррайтера).

В итоге, данная практика:

- может способствовать сбыту ценной бумаги первичным инвесторам по завышенным ценам;
- приводит к получению андеррайтерами завышенных прибылей при немедленной перепродаже ценных бумаг, выкупленных при первичном размещении, после окончания размещения - на вторичном рынке;
- может быть направлена, на самом деле, не на улучшение результатов первичного размещения (что может быть необходимым - см. концепцию ниже), а с использованием последнего как предлога на получение прибылей от манипулирования на вторичном рынке.

Вместе с тем в США принята (и используется в регулировании фондового рынка) концепция, обосновывающая в определенных условиях необходимость манипулирования на вторичном рынке (регулируемой стабилизации цен) в ходе первичного размещения ценных бумаг. Основные доводы:

- в том случае, если первичное размещение ценных бумаг базируется на фиксированных ценах (т.е. не определяемых рынком ценах) и твердых обязательствах андеррайтеров по выкупу эмиссии (например, США), возникает закономерная потребность в одновременном поддержании курса данной ценной бумаги на вторичном рынке. Когда первичное размещение осуществляется по рыночным, ежедневно складывающимся ценам, то такой потребности не возникает (и на первичном, и на вторичном рынках цены определяются только рыночными силами);
- соответственно, в отношении первичных размещений, осуществляемых по фиксированным ценам, под твердые обязательства андеррайтеров, сочетание фиксированной цены на первичном рынке и манипулированной на вторичном возможно (если оно строго регулируется). Когда первичное размещение осуществляется по рыночным, ежедневно складывающимся ценам («через рынок»), то такое сочетание свободной рыночной и манипулированной рыночной цен на двух параллельных рынках является невозможным, мошенническим;
- необходимость противостоять спекулянтам, которые будут сбрасывать ценную бумагу на вторичном рынке с тем, чтобы получить быструю прибыль в форме разницы между ценой первичного размещения и ценой вторичного рынка (последняя, как правило, выше, т.к. включает

премию за дополнительный риск, которую должен получить первичный инвестор). Подобные массированные продажи могут дестабилизировать рынок, искусственно понизить курс бумаги, подорвать саму возможность первичного размещения по фиксированным ценам, под твердые обязательства;

- поступление на вторичный рынок крупных партий ценных бумаг (в результате эмиссии, т.е. крупного выброса «товара» на рынок) может искусственно дестабилизировать рынок, неоправданно занижить цены;

- андеррайтер принимает на себя повышенные риски, обязуясь выкупать эмиссию по фиксированным ценам. Соответственно, он должен иметь возможность защитить себя от колебаний на данную ценную бумагу на вторичном рынке;

- повышенные риски принимает на себя также первичный инвестор (в сравнении с инвестором, действующим на вторичном рынке), что создает право защиты от понижательных движений курса.

В этой связи стабилизация цен в период первичного размещения является разрешенной (в пределах установленных правил) манипулятивной практикой и регулируется Regulation M, выпущенным Securities and Exchange Commission и введенным в действие с апреля 1997г. (в рамках Securities Act of 1933 и Securities Exchange Act of 1934).

Цель стабилизации - фиксация или закрепление курса ценной бумаги на вторичном рынке в период ее публичной эмиссии, что, соответственно, может обеспечить полноту размещения для ценных бумаг, вероятность успеха которых на первичном рынке либо сомнительна, либо в сильной степени зависит от благоприятных внешних условий. В самом деле, если их курсы на биржевом или внебиржевом рынках начнут падать в период первичного размещения, то инвесторы откажутся их приобретать (возможны даже ситуации, когда цены на вторичном рынке окажутся ниже цен, по которым распределяется эмиссия). В любом случае при успешной стабилизации цены оказываются манипулированными, т.е. установленными выше уровня, на котором бы они сложились при действии естественных рыночных сил.

В качестве разрешенного метода манипулирование может использоваться только в строго ограниченном числе случаев. Техника стабилизации: а) стабилизацией занимается менеджер синдиката в интересах членов синдиката; б) право менеджера и его обязанности в этом отношении закрепляются в синдикационном соглашении; в) количество ценных бумаг, используемых для стабилизации, может определяться как процент к величине эмиссии; г) размещение у специалистов на (обычно всех) биржах, где торгуется данная ценная бумага, приказов на покупку на сумму, достаточную для того, чтобы поглощать все избыточные приказы на продажу, способные в ином случае привести к понижению курса; д) на внебиржевых рынках подобные приказы на покупку размещаются у дилеров, поддерживающих достаточный объем операций с данной ценной бумагой; е) андеррайтер публично объявляет о стабилизационной поддержке ценной бумаги; ж) андеррайтер обязан вести

отдельный учет своих действий по стабилизации, в т.ч. по каждой стабилизационной покупке.

В рамках разрешенного манипулирования стабилизация осуществляется по следующим правилам.¹⁴² Основное ограничение - соответствие стабилизации ее основной цели - предупреждение или препятствование падению цен на вторичном рынке на ценную бумагу, размещаемую на первичном рынке. Введены также следующие правила:

- ни одно лицо, прямо или косвенно, не может осуществлять стабилизацию, проводить любую сделку в рамках синдиката в связи с публичным предложением любой ценной бумаги в нарушение правил, установленных Regulation M;
- стабилизацией является размещение любой заявки на покупку, или осуществление любой покупки с целью закрепления, фиксации или поддержания иным способом курса ценной бумаги;
- запрещается размещение заявок на покупку или осуществление покупок, не являющихся необходимыми для предупреждения или воспрепятствования падению курса ценной бумаги;
- запрещается стабилизация для целей манипулирования, с формированием цены в качестве результата действий, нарушающих закон;
- запрещается стабилизация при проведении публичного размещения «через рынок» (то есть по рыночным, а не фиксированным ценам, например, через внебиржевой рынок);
- запрещается размещение более чем одной стабилизационной заявки на покупку на одном и том же рынке, по одной и той же цене, в одно и то же время;
- при удовлетворении заявок предпочтение отдается независимым (поступившим со стороны) заявкам на покупку, а не стабилизационным заявкам;
- на основном (для данной ценной бумаги) рынке цена стабилизационной заявки устанавливается в соответствии с ценой последней независимой сделки, если только удовлетворяются два условия: а) эта сделка была совершена в день начала стабилизации или в предыдущий деловой день; б) текущая цена заявки на продажу должна быть равной или выше цены последней независимой сделки. Если эти условия не выполняются, стабилизационная заявка может быть размещена по цене не выше, чем наиболее высокая цена по независимым заявкам на покупку, выставленным в этот момент на рынок;

¹⁴² Последующий текст является изложением основных положений Regulation M. Источник: Securities and Exchange Commission, Release No. 1039; File No. S7-11-96. Anti-manipulation Rules Concerning Securities Offerings.

- цена стабилизационной заявки может повышаться вслед за рынком (самой высокой ценой независимых заявок);
- стабилизационные заявки могут размещаться на различных рынках, при этом цены в них могут изменяться (повышаться, понижаться) вслед за рынком, но не выше цены стабилизационной заявки, размещенной на основном для данной ценной бумаги рынке, а также не выше цены публичного размещения;
- цены стабилизационных заявок на иных, чем основной, рынках устанавливаются, базируясь на цене указанной заявки на основном рынке (соответственно, разработан механизм определения цены в этом случае). При этом на других рынках потолком являются стабилизационные цены основного рынка или цены публичного размещения;
- принципиально важным является раскрытие информации о проводимой стабилизации (только в этом случае будет сглажен негативный эффект от манипулирования с помощью стабилизации, рынок «будет знать», что проводится стабилизация и решения на рынке будут приниматься в условиях полной информированности). В связи с изложенным лица, осуществляющие стабилизацию, обязаны предварительно уведомить об этом организаторов рынка, лиц, через которых будут проводить стабилизацию (например, брокеров-дилеров), а также раскрыть информацию о планируемой стабилизации в проспекте эмиссии ценных бумаг.

Запрещение отдельных операций с ценными бумагами в период их первичного размещения. Признается, что ряд операций с ценными бумагами в период их первичного размещения имеют манипулятивное значение и, соответственно, могут влиять на цену первичного размещения. Соответственно, Regulation M вводит следующие ограничения:

- запрещение андеррайтерам, брокерам, дилерам и другим лицам, вовлеченным в первичное размещение ценных бумаг, а также аффилированным с ними покупателям вводить заявки на покупку, покупать соответствующие ценные бумаги в течение специального, «ограничительного периода времени»;
 - это запрещение относится не только к ценным бумагам, которые являются объектом первичного размещения, но и к связанным с ними бумагам (которые могут быть конвертированы, обменены или исполнены в форме поставки ценных бумаг, являющихся объектом первичного размещения);
 - «ограничительный период времени» определяется моментами установления цены первичного размещения, вступления

участника в процесс первичного размещения, а также моментом выхода участника из этого процесса;

- ряд первичных размещений выведен из-под действия рассматриваемого запрещения. В частности, выведены из-под запрещения активно торгуемые ценные бумаги (среднедневной объем сделок превышает 1 млн. долл. США, объем бумаг в обращении - по меньшей мере 150 млн. долл. США). Причина - затраты на манипулирование их цен слишком высоки, чтобы идти на это, цены на такие бумаги, широко распространенные в качестве инструмента инвестиций, быстро корректируются рынком. Подобным исключением являются также ценные бумаги, имеющие рейтинг хотя бы одного национально признанного рейтингового агентства (долговые бумаги, привилегированные акции, облигации, обеспеченные активами). В данном случае эти бумаги торгуются более на основании их рейтинга и соответствующей доходности, что делает их трудно поддающимися манипулированию;
- незапрещенные операции - стабилизационные сделки (см. выше), подготовка и рассылка аналитической информации, относящейся к «обычному ходу ведения бизнеса», исполнение опционов, варрантов, прав, конверсионных привилегий, относящихся к ценной бумаге, являющейся объектом первичного размещения, совершение сделок с корзинами ценных бумаг, если размещаемая бумага составляет не более 5% стоимости корзины и в корзине не менее 20 ценных бумаг, и т.д.;

- запрещение эмитентам, а также аффилированным с ними покупателям вводить заявки на покупку, покупать соответствующие ценные бумаги в течение специального, «ограничительного периода времени» в течение первичного размещения указанных ценных бумаг (соответственно, существует список исключений из этого правила);

- запрещение коротких продаж, имеющих связь с публичным предложением ценных бумаг. Имеется в виду предупреждение коротких продаж ценной бумаги непосредственно перед первичным размещением с тем, чтобы короткие продажи были покрыты покупкой ценных бумаг у андеррайтера, при их первичном размещении. Подобные короткие продажи имеют манипулятивный характер, будучи способными привести к искусственному снижению цены первичного размещения.

США: ЗАПРЕЩЕНИЕ МАНИПУЛЯТИВНОЙ ПРАКТИКИ САМОРЕГУЛИРУЕМЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ

В Правилах честной практики Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASD Manual, Rules of Fair Practice, April 1993) устанавливается следующее:

Article III, Section 1: Член ассоциации, осуществляя свой бизнес, обязан соблюдать высокие стандарты коммерческой чести и справедливые и обоснованные принципы торговли.

Article III, Section 5: Ни один член не должен публиковать или использовать в обращении, или побуждать к публикации или использованию в обращении любое уведомление, циркуляр, рекламное объявление, статью в газете, инвестиционную услугу или средство коммуникации любого рода,

которые бы означали отчет о сделке в качестве покупки или продажи любой ценной бумаги до тех пор, пока указанный член не будет уверен в том, что данная сделка является добросовестной покупкой или продажей указанной ценной бумаги;

которые бы означали котировку на покупку или продажу указанной ценной бумаги до тех пор, пока указанный член не будет уверен, что указанные котировки на покупку или продажу являются добросовестными.

Article III, Section 18: Ни один член ассоциации не должен проводить любую сделку с любой ценной бумагой, или побуждать к ее покупке или продаже, с использованием любого манипулятивного, обманного или иного мошеннического средства или инструмента.

США: ПРИМЕРЫ РАССЛЕДОВАНИЙ МАНИПУЛЯТИВНОЙ ПРАКТИКИ

Приведенные ниже примеры относятся к надзорной деятельности Комиссии по ценным бумагам и биржам США (релизы Комиссии за 1996-1997 гг.) и Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASD).

“Классическое” манипулирование на вторичном рынке (пример SEC). Источник: SEC. Release No 37925, November 6, 1996. Administrative Proceeding, File No 3-9180 (выдержка, изложение). Ответчик - Robert Gann, лично участвовавший в манипулятивной схеме, изложенной ниже.

Факты

Начиная с 1989 г. и до июня 1991 г. обыкновенные акции Angeion Corporation (“Angeion”) были объектом разработанной мошеннической схемы. Целью схемы было создание видимости активности вокруг акций Angeion и, таким образом, создание впечатления у инвесторов о существовании спроса на эти акции. Схема была реализована на основе манипулятивных средств, включая спаренные ордера, мокрые (фиктивные) покупки и паркинг акций. При реализации схемы манипуляторы ввели по меньшей мере 23 спаренных ордера на примерно 675 тысяч акций на сумму примерно 5,6 млн. долл. Манипуляторы совершили также по меньшей мере 9 мокрых (фиктивных) продаж на примерно 500 тысяч акций Angeion на сумму примерно 4,2 млн. долл. Кроме того, манипуляторы организовали паркинг для по меньшей мере 266 тысяч акций Angeion на сумму 2 млн.долл., используя для этого счета своих клиентов с тем, чтобы избежать излишних запасов акций на своем счете и, вследствие этого, реализации их на открытом рынке. Когда схема стала проясняться в мае 1991 г., некоторые физические лица, вовлеченные в нее,

использовали “free-riding”, приобретя 355,7 тысяч акций Angeion на сумм 2,54 млн. долл без намерения или возможности заплатить за акции. Манипулятивные операции прекратились только тогда, когда манипуляторы не смогли дольше платить за свои покупки акций Angeion или по требованиям покрыть деньгами недостаток обеспечения на своих маржевых счетах. После того, как манипулятивные операции прекратились, рыночная цена акций Angeion упала.

Еще один пример “классического” манипулирования на вторичном рынке, осуществляемого профессиональным участником рынка ценных бумаг и выявленного Комиссией по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC). **Источник:** SEC. Release No 34- 19308, 1983; NASD Manual- Rules of Fair Practice, April 1993, p. 2054 (выдержка, изложение).

Факты

Зарегистрированный брокер-дилер, занимающийся маркет-мейкерством по определенной акции, был единственной фирмой, вводящей почти каждый торговый день котировки на ее покупку. Фирма вводила прогрессивно растущие запросы на покупку, однако, вместе с тем при проведении расследования не смогла доказать, что имела трудности в приобретении этой акции и, соответственно, это бы оправдывало увеличение заявок на покупку с тем, чтобы приобрести дополнительные акции. Комиссия по ценным бумагам заявила, что “ввод в котировальные ведомости запросов на покупку с постоянно увеличивающейся ценой является наиболее универсальным средством для создания фальшивой видимости активности на внебиржевом рынке, приводя к поддержке цены на акцию на завышенном уровне”.

Последний пример “классического” манипулирования на вторичном рынке. **Источник:** Special NASD Notice to Members 97-55.

Факты

Castle Securities Corporation и M.T.Studer (зарегистрированный представитель) оштрафованы совместно на 50 тысяч долл. а также должны выплатить 19,4 тысячи долл. плюс проценты в возмещение убытков своих клиентов. Кроме того, на 30 дней приостанавливаются любые отношения г-на Studer с любым из членов NASD, и при этом он вновь должен сдать экзамен на право профессиональной работы с ценными бумагами. Данные санкции основаны на обнаружении того, что фирма манипулировала ценой на обыкновенную акцию, на рынке которой она доминировала и имела контрольное влияние, с тем, чтобы устанавливать и поддерживать искусственную и завышенную цену и, по своему выбору, увеличивать эту цену, когда становилось очевидным отсутствие интереса инвесторов или дилеров к этой акции или отсутствие благоприятных новостей по данной акции. Тем не менее, фирма взыскивала со своих розничных клиентов несправедливые и мошеннически завышенные комиссии (включенные в цену акции), превосходящие на величину от 16 до 66% преваляющую цену акции на открытом рынке. Фирма, действуя через г-на Studer, оказалась неспособной создать и использовать необходимые надзорные процедуры, предназначенные для предупреждения того, чтобы с клиентов взыскивали средства по манипулированным ценам и несправедливо и мошеннически завышенным комиссиям.

Манипулирование на вторичном рынке с целью повышения цены акций при размещении эмиссии ценных бумаг. **Источник:** SEC. Release No 39155, September 30, 1997. Administrative Proceeding, File No 3-9459 (выдержка, изложение).

Факты

Sam Moore - главный исполнительный директор корпорации Thomas Nelson Inc., является также ее главным акционером, владея более 10% акций компании. Акции компании торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже.

27 июня 1995 г. корпорация зарегистрировала выпуск 2,5 млн. акций для публичного размещения. Было объявлено, что размещение акций начнется 18 июля 1995 г. С 10 до 18 июля проводились роад-шоу в Нью-Йорке, Лос-Анжелесе, Бостоне, Чикаго и Денвере. Sam Moore и представители андеррайтеров были важнейшими участниками этих презентаций. Соответственно, корпорация Thomas Nelson и представители андеррайтеров согласились в том, чтобы 18 июля провести телефонную конференцию в 16.15, через 15 минут после закрытия торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже, с тем, чтобы установить конечные условия размещения, включая, прежде всего, цену публичного размещения.

17 июля 1995г. (понедельник) г-н Moore, примерно от 15.00 до 15.15, закончил свою последнюю презентацию в рамках роад-шоу. Примерно в 15.22 он разместил приказ на Нью-Йоркской фондовой бирже, от имени своей сестры на покупку 5000 обыкновенных акций корпорации Thomas Nelson по 20 долл. за акцию. Этот приказ был исполнен с превышением на 1/8 от цены предыдущей сделки. Данная покупка была последней сделкой, заключенной в этот торговый день.

18 июля акции корпорации Thomas Nelson торговались между 20 и 20 1/2, при этом за 30 минут до закрытия торгов они опустились ниже 20 долл. Примерно за 15 минут до закрытия торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже г-н Moore разместил приказ на покупку 5000 обыкновенных акций корпорации Thomas Nelson от имени своей сестры по 19 7/8. Только одна тысяча акций из 5000 могла быть продана по 19 7/8. После уведомления о том, что больше предложений о продаже по этой цене нет, г-н Moore поднял цену в заявке на покупку на оставшиеся 4000 акций с 19 7/8 до 20 долл.

После исполнения этого приказа по 20 долл. г-н Moore оставался на телефоне, поддерживая связь со своим главным бухгалтером. Позже он передал ему инструкции о покупке двух дополнительных порций по 1000 акций при лимите 20 долл. за штуку; первый приказ был введен в 15.55.53 и исполнен в 15.56.18; второй приказ был введен в 15.58.07 и исполнен в 15.58.17. Данная сделка была последней транзакцией с обыкновенными акциями корпорации Thomas Nelson за 18 июля 1995г.

В 16.15, примерно через 15 минут после последней покупки, совершенной г-ном Moore, состоялась назначенная ранее телефонная конференция с участием представителей андеррайтингового синдиката и оценочного комитета, учрежденного советом директоров корпорации Thomas Nelson. Во время конференции, с учетом успеха роад-шоу, интереса, проявленного к публичному предложению данных акций, а также с учетом цен, по которым акции Thomas Nelson торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже, андеррайтеры уведомили оценочный комитет о том, что они могли бы

выкупить 2,875 млн. акций и предложить их к открытой продаже по 20 долл. за штуку - по цене закрытия этих акций 18 июля 1995г.

Выводы. Рыночное манипулирование - это преднамеренное или умышленное поведение, направленное на обман или мошенничество в отношении инвесторов на основе контроля или искусственного влияния, оказываемого на цены. Практика размещения ордеров в конце дня с тем, чтобы поднять выше цену закрытия, хорошо известна как «маркировка цены закрытия». Данная практика является манипулятивной в соответствии с Section 10(b), Securities Exchange Act of 1934.

Манипулятивные операции маркет-мейкеров на рынке NASDAQ.
Источник: SEC. Release No 37538, August 8, 1996. Administrative Proceeding, File No 3-9056 (выдержка, изложение). В связи с оценкой деятельности Национальной ассоциации инвестиционных дилеров (NASD).

Факты

Рынок NASDAQ не всегда оперирует в форме открытого рынка, основанного на свободной конкуренции. Маркет-мейкеры NASDAQ вовлечены в поведение, приводящее к установлению искусственно фиксированных спредов между ценовыми котировками дилеров на многие ценные бумаги NASDAQ и в значительной мере невыгодными ценами, установленными для инвесторов, торгующих данными бумагами (маркет-мейкеры не проявляют инициативу в сужении спредов, ведут враждебные действия против тех маркет-мейкеров, которые пытаются улучшить котировки). Часть маркет-мейкеров предпринимают усилия для того, чтобы поддерживать неконкурентные условия для ведения своих операций. В то же время различные маркет-мейкеры NASDAQ координируют свои ценовые котировки с тем, чтобы защитить свои собственные интересы, в ущерб интересам инвесторов и других участников рынка. Многие маркет-мейкеры NASDAQ также не выполняют свои базовые обязательства по совершению сделок по объявленным котировкам.

ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ

В европейском законодательстве специально не рассматривается вопрос манипулирования цен на фондовом рынке. Вместе с тем Директива Европейского Союза (ЕС) об инвестиционных услугах (Investment Services Directive, ISD) (Council Directive of 10 May 1993 on investment services in the securities field) содержит основные правила поведения профессиональных участников фондового рынка, включая требование к тому, чтобы «действовать честно и со всей справедливостью при ведении своего бизнеса, с наилучшим учетом интересов клиентов и при соблюдении честности и цельности рынка».

Обычно считается, что запрещение манипулирования ценами является составной частью указанного выше положения.¹⁴³

¹⁴³ См. например: Further Perspectives in Financial Integration in Europe. Edited by E.Wymeers. Berlin, Walter de Gruyter, 1994, p.91; European Economic and Business Law. Berlin, Walter de Gruyter, 1996, p.196.

Извлечение из: Тарачев В.А., Азимова Л.В. Манипулирование и инсайдерская торговля на финансовых рынках (обзор законодательства и тенденции регулирования). – М.: 2002. – С. 27 – 30.

«Европейская комиссия летом 2001 г. рассмотрела вопрос о необходимости определения принципов регулирования манипулирования рынком. Европейскому парламенту был предложен проект единой **Директивы об инсайдерской торговле и манипулировании рынком (о рыночных злоупотреблениях)** (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)... Действие новой Директивы распространяется не только на операции с обращающимися ценными бумагами, но в целом – **с финансовыми инструментами**, к которым относятся: обращающиеся ценные бумаги; паи инвестиционных фондов и других схем коллективных инвестиций; инструменты денежного рынка; финансовые фьючерсные контракты; форвардные контракты на процентную ставку; процентные, валютные и фондовые свопы; опционы, включая опционы на валюту и процентную ставку; производные инструменты на товарные активы. Таким образом, предмет регулирования настоящей Директивы значительно шире, чем Директивы об инсайдерской торговле...

Под **манипулирование рынком** в соответствии с положениями Директивы подпадают два основных типа поведения участников рынка, которые вводят в заблуждение или пытаются ввести в заблуждение участников рынка:

- **сделки или заявки на совершение сделок с финансовыми инструментами**, результатом которых являются или будут являться ложные или вводящие в заблуждение показатели рынка относительно спроса, предложения или цены финансовых инструментов; или такие сделки, которые гарантируют участнику рынка (группе участников рынка, действующих совместно), что цена определенных финансовых инструментов будет находиться на необычно высоком или низком уровне; или такие сделки, которые являются фиктивными либо относятся к любым другим формам злого умысла или обмана;
- **распространение информации** через средства массовой информации, включая Интернет, либо любым другим способом, результатом которых являются или будут являться ложные или вводящие в заблуждение показатели рынка относительно спроса, предложения или цены финансовых инструментов, включая распространение слухов и ложных или вводящих в заблуждение новостей.

Соответственно, статья 5 Директивы устанавливает общий запрет как для физических, так и для юридических лиц совершать действия по манипулированию рынком. В Приложении к Директиве представлен достаточно полный, но не исчерпывающий перечень деяний, которые могут быть расценены как манипулирование рынком.

1) Действия в процессе торговых операций с целью создать ложное впечатление активности рынка:

- сделки, не направленные на изменение права собственности в отношении финансовых инструментов («Wash sales», «отмывочные продажи»);
- сделки, которые совершаются путем одновременной подачи заявок на покупку и продажу одних и тех же финансовых инструментов в одинаковое время, по одинаковой цене, в одинаковом количестве участниками рынка, находящимися в тайном сговоре («improper Matched orders», «неправильные связанные ордера»);
- совершение серии сделок, результаты которых отражаются на биржевых дисплеях и становятся достоянием гласности, с целью создания впечатления

повышенной торговой активности или движения цен по тем или иным финансовым инструментам («Painting the tape», «раскрашивание ленты»);

- демонстрация участником рынка или группой участников, действующих совместно, повышенной активности по отношению к финансовым инструментам путем поднятия их цены на искусственно высокий уровень, а затем осуществления резкого сброса (продажи) этих инструментов с целью извлечения выгоды («Pumping and dumping», «накачка и сброс»);
- увеличение предложения финансовых инструментов для поднятия их цены (создание впечатления увеличения торговой активности) («Advancing the bid», «продвижение предложения»).

2) Действия в процессе торговых операций с целью создать нехватку определенных финансовых инструментов:

- создание такой ситуации, при которой одним участником устанавливается контроль над предложением или спросом в отношении деривативов и/или базисного актива этих деривативов на основании того, что он имеет доминирующее положение на рынке этих финансовых инструментов и использует его с целью манипулирования ценами («Cornering», «загонять в угол»);
- подобно «Cornering», создание такой ситуации на рынке, при которой участник рынка, используя проблему нехватки активов, заставляет другого участника (контрагента) при поставке активов покрывать свои позиции при помощи контр-сделки по более высоким ценам (участник рынка при этом имеет возможность значительно влиять на предложение и поставку активов, имеет право требовать поставки активов и тем самым диктовать ненормально высокий уровень цен на активы) («Abusive squeezes», «злоупотребление затруднением»).

3) Действия в процессе торговых операций в привязке ко времени:

- покупка или продажа финансовых инструментов в момент закрытия рынка с целью изменить цену закрытия финансовых инструментов и тем самым ввести в заблуждение других участников рынка относительно цены закрытия («Marking the close», «воздействие на цену закрытия»);
- участие в торговле исключительно с целью изменить в свою пользу цену наличных активов или расчетную цену производных контрактов;
- участие в торговле исключительно с целью повлиять на спот-цену финансовых инструментов, которая уже была заложена в основу стоимости производных контрактов.

4) Действия, связанные с информацией:

- покупка финансовых инструментов на свой собственный счет перед тем как рекомендовать эти финансовые инструменты другим лицам и дальнейшая продажа этих финансовых инструментов с прибылью на основании того, что цена этих финансовых инструментов после рекомендаций значительно выросла («Scalping», «скальпирование»);
- распространение фальшивых слухов с целью вовлечения в торговлю финансовыми инструментами других лиц;
- ложные заявления на основе материальной информации;
- нераскрытие материальной информации и конкретных интересов.

...Указанный перечень случаев манипулирования рынком не является исчерпывающим, и практика функционирования развитых финансовых рынков показывает все новые и новые возможные злоупотребления на рынке. Однако рассмотренный выше перечень имеет то преимущество, что основные случаи злоупотребления рынком четко классифицированы и разделены на группы в зависимости от видов действий, целей и конечного результата. Кроме того, в

соответствии со статьей 14 Директивы на государства, входящие в ЕС, возлагаются обязанности по закреплению в национальном законодательстве соответствующих мер воздействия (включая административные и уголовные санкции) по отношению к лицам, которые манипулируют рынком».

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Законодательное определение и запрещение манипулирования на фондовом рынке. Основной массив правил и норм, регулирующих манипулятивную практику, содержится в разделе 47 Закона о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act of 1986, Section 47).¹⁴⁴

В частности, подраздел 47 (1) объявляет незаконным для любого лица (включая, но не ограничиваясь профессиональными участниками финансового рынка) делать заявления, прогнозы, обещания, о которых указанному лицу известно, что они являются вводящими в заблуждение, фальшивыми или обманными; бесчестно скрывать любые существенные факты; или опрометчиво делать любые фальшивые или вводящие в заблуждение заявления.

Подраздел 47(1). “Любое лицо, которое:

(a) дает обещание, делает заявление или прогноз, относительно которых ему известно, что они являются вводящими в заблуждение, фальшивыми или обманными, или бесчестно скрывает любые материальные факты; или

(b) опрометчиво (бесчестно или тому подобно) дает обещание, делает заявление или прогноз, которые являются вводящими в заблуждение, фальшивыми или обманными,

совершает правонарушение, если оно дает обещание, делает заявление или прогноз или скрывает существенные факты с целью побудить, или проявляет опрометчивость в том, что может побудить другое лицо (независимо от того, является ли оно тем лицом, которому были даны обещания, сделаны заявления или прогнозы или от которого скрывались факты), совершить или предложить совершить, или воздержаться от совершения (или от предложения совершить) инвестиционное соглашение, или исполнить (или воздержаться от исполнения) любых прав, связанных с инвестициями”.

Подраздел 47(2) делает незаконным для любого лица совершать любой акт или следовать любому способу поведения, создающему фальшивое или вводящее в заблуждение представление относительно рынка, или цены, или стоимости инвестиций, если целью этого является создание впечатления, побуждающего других лиц вступать в торговые сделки или воздерживаться от совершения торговых сделок.

¹⁴⁴ См. комментарии: Norman S. Roser. International Securities Regulation. Boston, Little, Brown and Company, 1991, 799 p.; Market Manipulation, Financial Stability Review, No 3, autumn 1997.

Подраздел 47(2). “ Любое лицо, которое совершает любой акт или следует любому способу поведения, которое создает фальшивое или вводящее в заблуждение представление относительно состояния рынка, или цены, или стоимости инвестиций, совершает правонарушение, если целью этого является создание впечатления, побуждающего другое лицо приобрести, продать, подписаться или совершить андеррайтинг по данным инвестициям или воздержаться от этих действий, или исполнить любые права, или отказаться от исполнения любых прав, связанных с этими инвестициями”

Подраздел 47(3). В процессе разбирательства, предпринятого против любого лица за правонарушение, совершенное в соответствии с подразделом (2), оно будет защищено, если докажет, что по имеющимся у него основаниям верило, что данный акт или поведение не создаст впечатления, которое было бы обманным или вводящим в заблуждение в том, что касается предмета, указанного в подразделе (2).

Сфера применения правил, ограничивающих манипулятивную практику. Эти правила применяются только в отношении событий, произошедших в Великобритании, и лиц, находящихся на ее территории (см. подразделы 47(4) и 47(5)).

Подраздел 47(4). Подраздел (1), приведенный выше, не применяется, если только:

- (a) заявление, обещание или прогноз не сделаны или факты не скрыты в Соединенном Королевстве или эти действия не произведены с его территории;
- (b) лицо, которое побуждали или в отношении которого побуждение могло иметь действие, не находится в Соединенном Королевстве; или
- (c) инвестиционное соглашение не введено или не будет введено в действие, или права не осуществлены или не будут осуществлены в Соединенном Королевстве.

Подраздел 47(5). Подраздел (2), приведенный выше, не применяется, если только:

- (a) акт не осуществлен или способу поведения не последовали в Соединенном Королевстве;
- (b) фальшивое или вводящее в заблуждение впечатление не создано в Соединенном Королевстве.

Санкции. Государственные органы, регулирующие инвестиционный бизнес, имеют широкие полномочия на ведение расследований, включая полномочия на принуждение любого лица, получившего авторизацию на ведение этого бизнеса от соответствующего государственного органа, к тому, чтобы им была предоставлена информация, которая на разумных основаниях требуется для исполнения Акта о финансовых услугах (Financial Services Act of 1986). Указанное лицо может быть принуждено к присутствию на слушаниях в рамках расследования, к даче показаний по вопросам, имеющим релевантное отношение к расследованию. Соответственно, у него могут требоваться

необходимые документы - свидетельства, производится обыск, если существуют основания считать, что необходимые документы не представлены.

Лицо, ответственное за правонарушения по разделу 47 Financial Services Act, при признании его виновным в предъявленном обвинении, может быть заключено в тюрьму или подвергнуто штрафу, или быть подвергнуто данным наказаниям совместно (т.е. указанные правонарушения признаются криминальными). Financial Services Act дает также право обращения государственных органов в суд для наложения судебных предписаний и взыскания с виновных лиц сумм убытков в пользу потерпевших (в т.ч. с назначением лица, ответственного за хранение и распределение сумм между лицами, потерпевшими убытки).

Кроме того, в соответствии с подразделом 47А указанное лицо может быть подвергнуто дисциплинарным акциям, в числе которых:

- изъятие или приостановка авторизации на право профессиональной работы на финансовых рынках;
- запрещение определенных видов операций, запрещение работать с определенными людьми или, например, совершать сделки с определенными странами;
- наложение ограничений на распределение активов, требование передачи части активов в траст, запрещение перевода активов за рубеж и т.д.;
- дисквалификация;
- публичное заявление, сделанное регулирующим органом, о вине конкретного лица;
- обращение за судебным приказом на запрет и т.д.;
- неформальные уведомления участников рынка о фирмах, чья практика работы приносит ущерб рынку и инвестирующей публике.

Нанесение убытков в результате манипулирования ценами может также стать предметом гражданского иска.

Стабилизация как вид манипулирования. Соответственно, сделано исключение из правила, запрещающего манипулирование. Разрешается менеджеру, управляющему размещением ценных бумаг, стабилизировать или поддерживать их цену в течение ограниченного периода времени после начала предложения, если внезапный избыток ценных бумаг приведет к искусственному понижению цены (Securities and Investments Board, Stabilization, Consultative Paper No 7 (Oct. 1988)). В соответствии с указанными правилами менеджер может поддерживать курс ценных бумаг путем выставления запросов на покупку или покупая их по цене, которая, в целом, не может превышать цену, по которой эмитируется ценная бумага (при этом устанавливается достаточно сложная процедура определения

стабилизационной цены в зависимости от вида ценных бумаг и момента стабилизации).

Сопоставление Financial Services Act of 1986 (UK) с Securities Exchange Act of 1934 (USA). Указанные положения (секции 47-1 и 47-2) сопоставимы с секцией 10(b), Securities Exchange Act. Вместе с тем они, отчасти, шире их: а) подразделы 47(1) и 47(2) применяются к любым инвестициям, а не только к ценным бумагам (т.е., например, к страховым полисам, фьючерсным контрактам и т.д.), б) подразделы 47(1) и 47(2) относятся не только к манипулированию, побуждающему вступать в сделки с ценными бумагами, но и к манипулированию, направленному на отказ от совершения сделки.

БЕЛЬГИЯ

Законодательное определение и запрещение манипулирования на фондовом рынке.¹⁴⁵ Основной массив правил и норм, запрещающих манипулятивную практику, содержится в Акте о финансовых сделках и финансовых рынках, статья 148 (the Law on Financial Transactions and Financial Markets), в Криминальном кодексе, законодательстве о компаниях, Законе 1924г. относительно незаконной спекуляции товарами, ценными бумагами и другими инструментами (the Law of 18 July 1924).

В частности, манипулирование на рынке объявлено мошенническим действием. Манипулирование определено в качестве использования мошеннических средств для увеличения или понижения цен акций и облигаций, или иных видов ценных бумаг (с целью получения прибыли и при намерении произвести мошеннические действия).

Права Бельгийской Комиссии по банкам и финансам (the Belgian Banking and Finance Commission). Бельгийское правительство передало Комиссии полномочия по проведению расследований, в частности в области случаев манипулирования ценами на рынке ценных бумаг. Соответственно, эти полномочия предполагают права по получению информации у участников и организаторов рынка. При обнаружении случаев манипулирования Комиссия может уведомлять об этом юридические органы с целью возбуждения судебных дел, и на каждой стадии судебного разбирательства представлять свое мнение о разбираемом случае.

Санкции. Физические лица, виновные в манипулировании на рынке, подлежат тюремному заключению на срок от одного месяца до двух лет и/или штрафу в 6 тыс. - 2 млн. бельгийских франков. Наказание может также включать запрещение занимать определенные посты (например, запрещение занимать должность директора бельгийской компании).

¹⁴⁵ Источник: Securities Transactions in Europe. Bicester, CCH Editions Limited, 1997, New Financial Law Draft (6 April, 1995), EASDAQ Code of Conduct, The Belgian Banking and Finance Commission. Organization and Powers. June 1995.

НИДЕРЛАНДЫ

Законодательное определение и запрещение манипулирования на фондовом рынке.¹⁴⁶ Манипулирование ценами на фондовом рынке запрещено Уголовным кодексом (The Dutch Criminal Code, section 334), в котором содержатся следующие положения. «Лицо, которое намеренно получает незаконную прибыль или побуждает другое лицо получить незаконную прибыль на основе манипулирования ценами товаров, ценных бумаг, прошедших листинг, или бумажных денег на основе распространения вводящей в заблуждение информации, должно быть подвергнуто тюремному заключению на срок не более двух лет или штрафу на сумму не более 100 тыс. голландских гульденов». При этом информация должна быть распространена более, чем одному лицу (несмотря на то, что последнее может служить источником для дальнейшего распространения информации). Кроме того, распространение указанной информации должно на деле иметь своим результатом повышение или понижение курса ценной бумаги, на которую было направлено манипулирование.

ГЕРМАНИЯ

Законодательный режим. Концепция манипулирования имеет англосаксонское происхождение. Соответственно, еще в начале 1990-х годов в германском законодательстве не существовало ясных ограничений на манипулирование ценами на фондовом рынке.¹⁴⁷

Вместе с тем в Securities Trading Act of 1994 (закон об операциях с ценными бумагами), в разделе, посвященном правилам поведения инвестиционных фирм, параграф 32 (Special Rules of Conduct), указывается следующее (в числе прочих правил):

“(1) Инвестиционной фирме или аффилированному с ней предприятию запрещается... рекомендовать клиентам инвестиционной фирмы покупку или продажу обращающихся ценных бумаг или деривативов с целью организации движения цен в определенном направлении для совершения операций в пользу и за собственный счет инвестиционной фирмы или аффилированного с ней предприятия.

“(2) Собственникам инвестиционной фирмы, осуществляющей деятельность в форме индивидуального предпринимательства, лицам, уполномоченным по уставным документам осуществлять управление инвестиционной фирмой или представлять ее, а также работникам фирмы, осуществляющим сделки с обращающимися ценными бумагами и деривативами, запрещается... рекомендовать клиентам инвестиционной фирмы покупку или продажу обращающихся ценных бумаг или деривативов в целях, указанных выше в (1), а также с целью организации движения цен в определенном направлении для совершения операций в свою пользу и за собственный счет или в пользу и за счет третьих лиц”

¹⁴⁶ P. Houtman, A. Nederveen. Guide to the Regulation of Securities Markets in the Netherlands. Kluwer Law and Taxation Publishers, 1993, 233 p.

¹⁴⁷ International Financial Law Review Special Supplement. December 1991. Euromoney Publications plc. 1991, p. 12.

Тема манипулирования в Законе о биржах (Exchange Act of 1896). В параграфе 88 “Мошеннические акции” указывается следующее:

«Лицо, которое:

1) предоставляет неточную информацию относительно обстоятельств, существенно влияющих на оценку обращающихся ценных бумаг, подписных прав, иностранной валюты, товаров, участия или деривативов, или скрывает указанные факты в нарушение существующих законодательных норм или

2) использует другие средства, оцениваемые в качестве мошеннических, с тем, чтобы воздействовать на биржевую или рыночную цену обращающихся ценных бумаг, подписных прав, иностранной валюты, товаров, участия, предусматривающих разделение прибылей предприятий, или деривативов ...

несет ответственность в форме тюремного заключения до 3 лет или наказания штрафом».

РОССИЯ

Регулятор российского фондового рынка – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг признает *распространенность запрещенных практик*, отмечая, что «по оценкам самих участников рынка, доля сделок, в которых так или иначе используется инсайдерская информация, на российском рынке ценных бумаг превышает 50%... Сохраняет актуальность проблема создания действенного механизма для подтверждения фактов манипулирования на рынке... К числу наиболее распространенных методов манипулирования относятся, например, покупка и продажа ценной бумаги с целью создания видимости активной торговли, фальшивые сделки с ценными бумагами, в ходе которых не происходит фактической смены собственника, создание пулов участников...».¹⁴⁸

Виды манипулирования, которые, по оценке, могут быть распространены в России, приведены в *табл. 9*.

Таблица 9

Экспертная характеристика распространенных в России видов манипулирования

Вероятность применения в России	Виды манипулирования
Высокая	Манипулирование информацией
	Распространение / передача другим участникам информации или любых заявлений, которые с точки зрения времени и/или обстоятельств, при которых они были сделаны, являются ложными или вводящими в заблуждение других участников рынка, и в отношении которых заявитель мог знать, что они ложные или вводящие в заблуждение
	Соккрытие или непредставление информации об эмитенте, ценной бумаге или о состоянии рынка, которое может привести к установлению искусственного уровня цен на ценные бумаги
	Манипулирование сделками
	Одновременное или примерно в одно и то же время выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг, имеющих примерно одинаковые параметры, по ценам, резко отличным от рыночных («спаренные ордера»)
	Выставление заявок на сделки с ценными бумагами по завышенным ценам при небольших объемах. Выставление котировок с большими объемами по ценам, существенно отличающимся от рыночных, с последующим снятием котировок (цель – психологическое воздействие на игроков)
Совершение сделок без смены собственника или в кругу аффилированных лиц	

¹⁴⁸ Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 27.

	<p>Осуществление (с участием или без участия других сторон) серий сделок с любой ценной бумагой, создающих искусственно активную торговлю с этой бумагой с заданным движением цен (пулы или использование доминирующего положения игрока на рынке). Воздействие на цену большими объемами.</p> <p>В том числе, использование полномочий по счетам доверительного управления и клиентским брокерским счетам, а также «складирования» - совершения сделок репо с обратным выкупом акций по фиксированным ценам, когда акции временно «складируются» у покупателей</p> <p>Использование операций с крупными блоками, дестабилизирующими рынок</p>
Низкая	<p>Совершение сделок и выставление заявок по ценам, отличающимся от рыночных, в периоды времени, задающие ценовой уровень (при открытии и закрытии торговли, в предторговый и послеторговый периоды и т.п.)</p> <p>Использование рынка срочных контрактов для искусственного воздействия на цену</p>
Не используются	<p>Корнеры - создание ситуации, когда значительная часть ценных бумаг оказывается в руках одного лица или группы взаимосвязанных лиц, и продавцы без покрытия, игравшие на понижение, не могут приобрести данные ценные бумаги у кого-либо, кроме как у этого лица, по искусственно высоким ценам</p> <p>Манипулирование предложением ценных бумаг (создание искусственного дефицита или излишка конкретных ценных бумаг на рынке)</p> <p>Стабилизация вторичного рынка при выполнении функций андеррайтера</p>

Вместе с тем в России сформирован начальный объем нормативных актов, направленных на предупреждение манипулирования в сделках с ценными бумагами.

Извлечение из: Тарачев В.А., Азимова Л.В. Манипулирование и инсайдерская торговля на финансовых рынках (обзор законодательства и тенденции регулирования). – М.: 2002. – С. 11- 18.

«Манипулирование ценами.

В соответствии с нормами российского законодательства и иных нормативных правовых актов профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны добросовестно осуществлять свою деятельность на фондовом рынке. При этом пункт 2 статьи 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг» устанавливает, что **«профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг и понуждать к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах эмиссионных ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, представленную в рекламе»**. Устанавливая запрет на осуществление манипулирования ценами, настоящий Закон, к сожалению, не содержит разъяснений относительно того, какие действия профессиональных участников могут быть отнесены к манипулированию ценами. Поэтому указанная норма Закона без дальнейшего ее развития в нормативных правовых актах остается практически не действующей, поскольку участник рынка конкретно не знает, какие действия он не вправе совершать.

Практика регулирования российского рынка ценных бумаг идет по пути развития ведомственной нормативной базы, в связи с чем Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) как орган государственного регулирования фондового рынка приняла ряд нормативных правовых актов, устанавливающих обязанности профессиональных участников рынка ценных бумаг добросовестно осуществлять свою деятельность на фондовом рынке, в том числе, **«не осуществлять манипулирование ценами на рынке ценных бумаг и понуждать к покупке или продаже ценных бумаг, в том числе посредством предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, представленную в рекламе»** (пункт 2.1 Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации,

утвержденных постановлением ФКЦБ России от 11 октября 1999 года № 9).¹⁴⁹ Указанными Правилами установлены обязанности в отношении брокеров/дилеров на рынке ценных бумаг.

Вместе с тем, учитывая, что именно универсальные и фондовые биржи (организаторы торговли) являются тем местом, где брокеры/дилеры осуществляют свою деятельность с ценными бумагами, ФКЦБ России установила особые требования к торговым площадкам: они обязаны утвердить перечень мер, направленных на предотвращение манипулирования ценами, включая описание системы контроля за объявлением заявок участниками торгов в течение торговой сессии (пункт 8.3 Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг, утвержденного постановлением ФКЦБ России от 16 ноября 1998 года № 49).¹⁵⁰ При этом непосредственно в Положении о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг (пункт 8.1), ФКЦБ России дает определение манипулирования ценами: **«Манипулированием ценами признаются действия участника (участников) торгов, в том числе объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, совершение сделок с ценными бумагами и (или) финансовыми инструментами, сторонами по которым является одно и то же лицо, которые привели или могли привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, либо числа заявок (сделок)».**

Несмотря на то, что ФКЦБ России, по крайней мере, делает попытку определить тот состав действий, которые участники рынка не вправе совершать и за которые они будут нести ответственность, указанное определение страдает некоторыми неточностями и недоработками.

Страдает недостатками и неточностями и несколько иное определение «манипулирования ценами», которое представлено в последнем нормативном акте ФКЦБ России — Положении о системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг, утвержденном постановлением ФКЦБ России № 28 от 26 октября 2001 года (далее — Положение о системе контроля).¹⁵¹ Так, в Положении о системе контроля под **манипулированием ценами понимается совершение действия участником (участниками торгов), в том числе выставление заявки, совершение сделки, распространение ложной информации, создающего видимость или способствующего действительному повышению или понижению цен и (или) торговой активности на рынке ценных бумаг, которое вводит в заблуждение участников рынка ценных бумаг, инвесторов, эмитентов относительно уровня цен и (или) ликвидности рынка.**

Во-первых, в соответствии с приведенными определениями манипулированием ценами будут признаваться любые действия участника (участников) рынка, следствием которых является дестабилизация рынков ценных бумаг и (или) финансовых инструментов, что означает наступление ответственности за эти действия без вины. Таким образом, любая ошибка

¹⁴⁹ Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2000. – 24 января. - № 4; Российская газета. – 2000. – 3 февраля. - № 24.

¹⁵⁰ Вестник ФКЦБ России. – 1998. – 25 ноября. - № 11.

¹⁵¹ Российская газета. – 2001. – 21 ноября. - № 228.

трейдера при вводе заявки в торговую систему будет автоматически квалифицирована как манипулирование ценами. Вместе с тем, манипулирование ценами — это правонарушение (преступление — в зависимости от последствий) на рынке ценных бумаг, за совершение которого участники должны нести ответственность (административную или уголовную). Указанная ответственность в соответствии с нормами административного и уголовного законодательства Российской Федерации может наступать только при наличии вины (умысла или неосторожности). Если анализировать те действия участников по манипулированию ценами, которые совершаются на финансовом рынке, то практически невозможно представить, что эти действия могут быть совершены по неосторожности (например, распространение заведомо ложной информации).

Кроме того, в соответствии пунктом 2 статьи 24 Уголовного кодекса РФ «деяние, совершенное только по неосторожности, признается преступлением лишь в случае, когда это специально предусмотрено соответствующей статьей Особенной части настоящего кодекса». Особенная часть Уголовного кодекса РФ не содержит статьи, предусматривающей такой состав преступления, как «манипулирование ценами на финансовом рынке». Однако с определенной степенью вероятности можно рассматривать ряд действий, подпадающих под манипулирование ценами, как разновидность мошенничества (статья 159 УК РФ), которое может быть совершено только с прямым умыслом. Следовательно, определение манипулирования ценами должно, по крайней мере, содержать указание на то, что действия участников рынка являются умышленными, и определить направленность действий участников рынка.

Во-вторых, для того, чтобы действия участников были определены как манипулирование ценами, только наступления определенных негативных последствий недостаточно (как уже было сказано, любая ошибка трейдера при вводе заявки может привести к дестабилизации рынка). Необходимо установить, что действия участника или группы участников были направлены на наступление этих последствий — дестабилизацию рынка. Совершая недобросовестные действия, участники рынка осознают негативные последствия для рынка в целом и его участников (с целью получения определенных выгод для себя), желают их наступления, либо сознательно их допускают или относятся к ним безразлично.

В-третьих, ни рассматриваемое определение, ни иные положения, содержащиеся в нормативных правовых актах ФКЦБ России, не дают ответа на вопрос: какие конкретно действия участников фондового рынка могут быть расценены как манипулирование ценами.

Это тем более важно, поскольку факт манипулирования ценами признается только в судебном порядке (пункт 2 статьи 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг»). Данное положение означает, что те меры ответственности, которые могут быть применены к участникам, нарушившим законодательно установленный запрет на совершение действий по манипулированию ценами (например, приостановление или аннулирование лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг), могут быть применены ФКЦБ России только в случае судебного установления факта манипулирования ценами. На практике результатом отсутствия возможности регулирующего органа без судебного решения применить меры ответственности к лицам, осуществляющим манипулирование ценами на фондовом рынке, является дальнейшее использование отдельными участниками фондового рынка недобросовестных методов торговли.

Наряду с ФКЦБ России попытку регулирования недобросовестных методов торговли на фондовом рынке предпринял и Центральный банк Российской Федерации (Банк России) как орган государственного регулирования коммерческих банков, в том числе и их деятельности на фондовом рынке.

Одним из нормативных актов Банка России, определяющих манипулирование ценами на рынке ценных бумаг, является Указание ЦБР от 7 июля 1999 г. № 603 «О порядке осуществления внутреннего контроля за соответствием деятельности на финансовых рынках законодательству о финансовых рынках в кредитных организациях».¹⁵² В этом нормативном акте Банком России дается определение манипулирования ценами на рынке ценных бумаг и приводятся некоторые отдельные случаи, которые могут быть отнесены к манипулированию.

Однако более подробно Банк России рассматривает вопросы недобросовестной торговли на финансовом рынке в другом документе (не имеющем статуса нормативного акта) — Методических рекомендациях по проверкам кредитных организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг, утвержденных письмом ЦБР от 17 июня 1999 года № 179-Т (далее — Методические рекомендации). Пожалуй, указанный документ является одним из наиболее полных документов, устанавливающих и разбирающих случаи недобросовестных рыночных практик на фондовом рынке. Можно спорить и не соглашаться с определением манипулирования ценами и порядком выявления случаев манипулирования, однако, именно в этом документе Банком России предложен подход к выявлению случаев использования недобросовестной рыночной практики.

Согласно пункту 5.4.2 Методических рекомендаций **манипулированием ценами являются действия, совершенные брокерами и/или дилерами, направленные на искусственное изменение курсовой цены фондового инструмента с целью извлечения прибыли от операций с данным фондовым инструментом или получения иной выгоды.** Под курсовой ценой понимается рыночная цена, определяемая в соответствии с правилами торговли данным фондовым инструментом.

Для выявления фактов манипулирования ценами в процессе проверки деятельности кредитной организации заполняется соответствующая форма с вопросами/ответами. Положительные ответы на ряд вопросов этой формы свидетельствуют о наличии в действиях кредитной организации признаков манипулирования ценами. В соответствии с Методическими указаниями к таким действиям могут быть отнесены следующие.

1. Изменение рыночных цен в пользу кредитной организации путем:

- одновременного выставления поручений на покупку и продажу ценных бумаг на организованном рынке по ценам, явно (существенно) отличным от рыночных, с целью изменения рыночных цен в свою пользу или с целью извлечения другой выгоды;
- сговора двух или нескольких участников торгов или их сотрудников о покупке/продаже на организованном рынке ценных бумаг по ценам, явно (существенно) отличным от рыночных;
- совершения разовой купли-продажи крупных пакетов ценных бумаг, в результате которой цена последних сделок и рыночная цена ценных бумаг оказываются завышенными на несколько процентов.

¹⁵² Вестник Банка России. – 1999. – 14 июля. - № 41.

2. Формирование благоприятной для себя рыночной конъюнктуры путем оказания информационного давления на рынок, в том числе путем распространения ложной информации о состоянии и перспективах развития различных сегментов рынка ценных бумаг, его участниках и инструментах.

3. Демонстрация фиктивной повышательной или понижительной ценовой тенденции или ложного впечатления ликвидности, в том числе:

- проведение сделок, не отвечающих требованиям законодательства, в которых обеими сторонами по сделке выступает профессиональный участник рынка ценных бумаг, действующий от своего имени и за свой счет как в качестве продавца, так и в качестве покупателя (включая операции с собственными филиалами);
- проведение сделок, не отвечающих требованиям законодательства, в которых обеими сторонами по сделке выступал клиент кредитной организации, для которого указанная сделка была осуществлена брокером, действующим от имени этого клиента.

Указанный выше примерный перечень позволяет Банку России в процессе осуществления проверок деятельности кредитных организаций на фондовом рынке выявлять случаи использования участниками недобросовестных рыночных практик, однако, как и ФКЦБ России, Банк России не может применить к нарушителям меры воздействия до установления в судебном порядке¹⁵³ факта манипулирования ценами.

2. Роль организаторов торговли в процессе предотвращения незаконной рыночной практики

В процессе регулирования недобросовестных рыночных практик важную роль играют организаторы торговли, поскольку именно на них регулятором возложены функции по предотвращению манипулирования ценами. Организаторы торговли определяют перечень операций, совершение которых участниками рынка может быть расценено как манипулирование ценами; устанавливают перечень мер по предотвращению манипулирования ценами; устанавливают меры ответственности, применяемые к участникам торгов при нарушении ими требований организаторов торговли.

Рассмотрим опыт Московской межбанковской валютной биржи (далее также — ММВБ) в процессе предотвращения недобросовестной торговли на фондовом рынке. Так, Перечень мер по предотвращению манипулирования ценами при проведении торгов по ценным бумагам на Московской межбанковской валютной бирже содержит следующие меры, направленные на предотвращение возникновения манипулятивных ситуаций на рынке:

- наличие системы контроля за подачей заявок на покупку/продажу ценных бумаг и заключением сделок (введение предельных лимитов колебаний цен в ходе торговой сессии и/или предторгового и/или послеторгового периодов торгового дня, при нарушении которых заявки автоматически отклоняются);
- осуществление текущего мониторинга в режиме реального времени и анализ по итогам торгов всех заявок и сделок, зарегистрированных в Системе торгов, с целью выявления действий, которые могут быть признаны манипулированием ценами, в соответствии с настоящим Перечнем (далее —

¹⁵³ В настоящий момент авторам не известен ни один случай судебного установления факта манипулирования ценами на фондовом рынке в России.

мониторинг). Проведение мониторинга осуществляется уполномоченными сотрудниками Биржи, назначаемыми приказом Генерального Директора;

- использование для мониторинга Системы торгов, а также специальных программно-технических средств;
- информирование уполномоченными сотрудниками Биржи Дирекции Биржи о действиях, которые могут быть признаны манипулированием ценами, с целью подготовки запросов участникам торгов, а в случае получения неудовлетворительных ответов от участников торгов — направление документов в регулирующие органы.

Указанные меры в совокупности с высокоорганизованной технологической базой проведения торгов ценными бумагами позволяют ММВБ отслеживать и предотвращать совершение недобросовестных операций на фондовом рынке.

Правила проведения торгов по ценным бумагам на ММВБ (далее — Правила) также содержат отдельные положения, направленные на предотвращение возникновения манипулятивных ситуаций на фондовом рынке, и устанавливают меры ответственности за нарушение Правил.

В соответствии с пунктом 21.1 раздела 21 «Манипулирование ценами» Правил к действиям, которые могут быть признаны манипулированием ценами, относятся действия Члена Секции (Членов Секции),¹⁵⁴ в том числе **объявление заявок на совершение сделок с ценными бумагами, заключение кросс-сделки (под кросс-сделкой понимается заключение сделки за свой счет, в которой продавцом и покупателем выступает один и тот же Член Секции), которые привели или могли привести к дестабилизации рынка ценных бумаг, в том числе к необусловленному объективными событиями, влияющими на рынок ценных бумаг, изменению цен спроса (предложения) ценных бумаг либо числа заявок (сделок).**

При наличии подозрения в совершении Членом Секции действий, которые могут быть признаны манипулированием ценами, ММВБ имеет право направить Члену Секции официальный запрос о причинах совершенных им действий. Член Секции обязан в течение 10 рабочих дней с момента получения официального запроса от ММВБ представить письменное объяснение своих действий. При этом, в случае неполучения от Члена Секции письменного объяснения его действий в указанный срок или получения неудовлетворительных объяснений, ММВБ имеет право обратиться в соответствующие регулирующие органы и/или действовать в установленном законодательством порядке.

На практике указанные положения означают следующее. Как уже отмечалось, не каждое действие трейдера, совершенное в нарушение общепринятых правил торговли ценными бумагами, является манипулированием ценами — это может быть простая ошибка трейдера при вводе заявки в торговую систему. Для того, чтобы выяснить обстоятельства совершения операций, ММВБ направляет запрос участнику торгов. В случае, если результаты представленных объяснений позволяют ММВБ рассматривать действия участника торгов как манипулирование ценами, ММВБ направляет все материалы, связанные с совершением этих операций, в ФКЦБ России. Это связано, прежде всего, с тем, что, несмотря на наличие всех факторов, позволяющих рассматривать действия участника торгов как манипулирование

¹⁵⁴ В Правилах ММВБ под членом Секции (Секции фондового рынка ММВБ) понимается участник торгов.

ценами, ММВБ не может привлечь этого участника к ответственности именно за это правонарушение, поскольку сам факт манипулирования должен быть установлен в судебном порядке. Поэтому для принятия решения по этому вопросу все материалы направляются в регулирующий орган — ФКЦБ России.

Вместе с тем, Правила торгов содержат перечень действий участников торгов (Членов Секции), совершение которых является нарушением Правил и за которые наступает ответственность в соответствии с Правилами торгов. Так, в соответствии с пунктом 22.1 Правил торгов подача Членом Секции заявок и заключение Членом Секции сделок (за исключением заявок и сделок при торгах крупными пакетами ценных бумаг) с ценовыми условиями, существенно отличающимися от текущей средневзвешенной цены без объективных причин,— если цена в заявке отличается от текущей средневзвешенной цены на величину свыше 10% при торгах по ценным бумагам, включенным в Котировальный лист ММВБ 1 уровня, свыше 15% —в Котировальный лист ММВБ 2 уровня, и свыше 20% при торгах по ценным бумагам, допущенным к торгам без включения в Котировальные листы ММВБ (если Регламентом не определено иное),— является нарушением Правил торгов.

В соответствии с пунктом 22.2 Правил торгов подача Членом Секции заявок и заключение Членом Секции сделок при торгах крупными пакетами ценных бумаг с ценовыми условиями, существенно отличающимися от текущей средневзвешенной цены без объективных причин— если цена в заявке отличается от текущей средневзвешенной цены на величину свыше 15% при торгах по ценным бумагам, включенным в Котировальный лист ММВБ 1 уровня, свыше 20% —в Котировальный лист ММВБ 2 уровня, и свыше 25% при торгах по ценным бумагам, допущенным к торгам без включения в Котировальные листы ММВБ (если Регламентом не определено иное) —также является нарушением Правил торгов.

При установлении факта совершения Членом Секции указанных действий ММВБ имеет право направить Члену Секции официальный запрос о причинах совершенных им действий. Член Секции обязан в течение 10 рабочих дней с момента получения официального запроса от Биржи представить письменное объяснение своих действий. В случае неполучения от Члена Секции письменного объяснения его действий в указанные сроки, или получения неудовлетворительных объяснений, ММВБ имеет право применить к Члену Секции меры ответственности, установленные в Разделе 26 Правил торгов. В соответствии с **разделом 26 «Ответственность за нарушение правил совершения операций в Секции фондового рынка ММВБ»** в случае нарушения Членом Секции правил совершения операций в Секции фондового рынка ММВБ Члену Секции может быть направлено письменное официальное предупреждение.

Кроме того, при нарушении Членом Секции ограничений на подачу заявок и заключение сделок, указанных в пунктах 22.1 и 22.2 Раздела 22 Правил торгов, к Члену Секции может применяться один из следующих видов ответственности:

- наложение штрафа в размере рублевого эквивалента 300 долларов США за первый установленный факт нарушения. Размер штрафа увеличивается на 50% за каждое повторное нарушение, но не свыше 3000 долларов США. Штраф уплачивается в пользу Биржи;
- приостановка допуска к торгам в Секции на срок до 3 месяцев.

Представляется, что установление такой жесткой ответственности за совершение действий, которые могут иметь своей целью манипулирование рынком, является достаточно серьезной превентивной мерой, способной обезопасить рынок от попыток им манипулировать.

Как видно из представленного материала, несмотря на «правовой вакуум» в вопросах регулирования недобросовестной торговли, в России сложилась система регулирования, направленная на предотвращение использования недобросовестных рыночных практик на финансовом рынке. Указанная система представляет из себя два уровня — государственный регулятор (ФКЦБ России и отчасти Банк России) и организаторы торговли, что, в общем, соответствует принятым в международной практике системам регулирования финансового рынка».

7.4. РЕГУЛИРОВАНИЕ ПЕРЕДАЧИ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

Малые инвесторы уязвимы также в тех случаях, когда одно или несколько лиц или компаний желают получить контроль над компанией инвестора. Переход контроля за управлением компаний в новые руки стал важным средством обеспечения эффективного использования активов компании. Такая эффективность особенно важна в условиях активной конкуренции, характерной для глобальной экономики. Процесс передачи контроля за управлением часто предполагает покупку достаточного числа обладающих правом голоса акций для обеспечения большинства на выборах совета директоров. Поэтому рынки ценных бумаг стали ареной борьбы за корпоративный контроль.

Извлечение из: Note, David Eu, “Financial Reforms and Corporate Governance in China”, 34 COLUMBIA JOURNAL TRANSNAT’L LAW 469 (1996).

“b. Борьба за поглощение.

Рынки капитала также могут осуществлять контроль над управлением компаний посредством поглощений. Право "выхода" - право продать контроль над фирмой - является важным средством обеспечения того, чтобы те, кто управляет организацией, должным образом учитывали интересы ее участников, в особенности, если собрания держателей акций не дают акционерам возможности заявить в полный голос о своих интересах и проблемах. Теоретически можно предположить, что наиболее вероятными объектами поглощений должны быть компании с наименьшей прибыльностью (отражающей плохое состояние дел). На практике же лучшей защитой от поглощений является не столько прибыльность, сколько размеры компании. Большая, относительно неприбыльная компания имеет гораздо больше шансов избежать поглощения, чем прибыльная, но маленькая компания. Выполняя дисциплинирующую функцию, поглощения являются также важным механизмом перераспределения ресурсов в целях их наиболее эффективного

использования с учетом меняющихся технологий, вкусов и условий рынка. Однако практика и здесь разочаровывает: прибыльность компаний после слияния, как правило, не возрастает.

Существует множество возможных объяснений слабому влиянию поглощений на состояние дел компании. Во-первых, менеджеров подстегивает угроза поглощения, а не само поглощение, а оценить эффективность угрозы трудно. Если угроза реальна, то менеджеры улучшают работу компании и избегают поглощения. Поэтому признаки последствий поглощений неточно отражают последствия угрозы поглощений (которые, вероятно, остаются недооцененными).

Во-вторых, предложениям о поглощениях может мешать наличие "желающих прокатиться бесплатно" (*free-riders*). Обнаружение и оценка того, какие именно фирмы плохо управляются и недооценены, дело дорогостоящее. Однако те, кто обнаруживают потенциально недооцененную фирму, могут не сохранить в тайне свою информацию. Делая предложение, "обнаружившая" фирма дает сигнал другим фирмам о необходимости проверить, не ниже ли подлинной стоимости объекта поглощения первоначальное предложение. Если ниже, то другие фирмы вступят в борьбу за поглощение и будут давать более высокие предложения до тех пор, пока ожидаемая прибыль не будет сведена к нулю. Однако, поскольку "обнаружившая" фирма уже израсходовала средства ("расходы на поиск") для обнаружения потенциальных объектов поглощения, ее предполагаемая прибыль падает ниже нуля. Таким образом, хотя поглощения могут быть потенциально выгодными, невозможность сохранить дорогостоящую информацию в тайне может быть сдерживающим фактором. Если инвесторы видят результаты поиска, проводимого другими, они могут пожелать воспользоваться результатами такого поиска (задаром), не проводя своего собственного. В результате может иметь место недостаточная активность поглощений.

В-третьих, менеджеры часто способны предпринимать стратегические меры для предотвращения поглощений. Например, такие защитные приемы, как "золотые парашюты"¹⁵⁵ и "отравленные пилюли"¹⁵⁶ делают компании менее привлекательными для поглощения. Менеджерам также удалось добиться принятия законов, затрудняющих поглощения или делающих их нецелесообразными».

В Индии закон предусматривает, что:

"Никакое лицо не может приобретать акции компании, увеличивающие общую долю принадлежащих ему акций свыше 10% от всего оплаченного капитала компании, если оно не сделает публичного объявления о приобретении акций,

¹⁵⁵ "Золотые парашюты" (*golden parachutes*) - бонусы, выплачиваемые менеджеру при уходе в отставку. Одна из возможных тактик предупреждения "враждебного захвата" компании (*hostile takeover*). Предусматривается настолько значительный размер таких бонусов, затрагивающий основное имущество компании, что ее приобретение и смена менеджмента становятся невыгодными.

¹⁵⁶ «Отравленные пилюли» (*poison pills*) – один из способов предупреждения "враждебного захвата" компании (*hostile takeover*). Тактика «отравленной пилюли» заключается в том, чтобы сделать приобретение компании невыгодным (например, решение о немедленной выплате всех долгов компании, если она будет приобретена в порядке «вражеского захвата» и т.п.).

составляющих как минимум 20% оплаченного капитала, по минимальной цене предложения, у других держателей акций компании.

Минимальная цена предложения должна быть договорной или наиболее высокой ценой, заплаченной покупателем акций на открытом рынке, или средней ценой между самой высокой и самой низкой недельными ценами на фондовой бирже за шесть месяцев, предшествующих дате объявления, в зависимости от того, которая из этих цен выше".

При поглощении компании на рынке ценных бумаг у инвестора появляются две основные потребности. Во-первых, ему нужна информация о том, как потенциальное поглощение может повлиять на рыночную цену ценной бумаги. Эту потребность можно удовлетворить посредством введения правила о раскрытии информации относительно предполагаемого поглощения до его начала. Например, должно делаться публичное объявление, когда какое-либо лицо скупает определенный процент акций компании.

Во-вторых, массовые инвесторы нуждаются в защите своих интересов после передачи контроля над управлением компании в результате согласованного поглощения. Эту проблему можно проиллюстрировать следующим образом.

Инвестор Р. владеет 26%.

Инвестор S. владеет 25%.

49% принадлежат малым инвесторам.

Р. покупает акции S., и его доля в 51% дает ему контроль над компанией. В целях получения контроля покупатель может купить акции по цене, превышающей рыночную, обеспечив себе неоспоримый контроль, Р. и новое руководство могут управлять компанией без учета интересов миноритарных акционеров.

Хотя проиллюстрированная выше проблема для малых инвесторов, в основном, связана с адекватностью защищенности миноритарных акционеров, обеспечиваемой в законах о компаниях, важную роль играют также доверие публики и раскрытие информации на рынках ценных бумаг.

Как видно из текста законодательства **Индии**, процитированного выше, один из подходов к решению проблемы может заключаться в требовании того, чтобы приобретение контрольных пакетов акций открытых акционерных обществ делалось только через публичные торги, а не через согласованные сделки. Однако сформулировать такое требование и обеспечить его выполнение непросто. В приведенной иллюстрации, например, будет ли Р. обладать правом согласовать с S. покупку 24% голосующих акций, а затем сделать публичное предложение о покупке по той же цене дополнительного 1% голосующих акций?

Другой подход заключается в требовании того, чтобы делающий предложение о покупке контрольного пакета приобретал акции у всех инвесторов по одной и той же цене. То есть, чтобы приобретение контрольного пакета было возможным лишь через публичное предложение о скупке акций (тендерное предложение), а не через сделки о покупке блоков акций, совершаемые на частной переговорной основе.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Весьма распространенным среди стран является требование о раскрытии информации о предполагаемом поглощении до его начала. Данное требование основано на предположении о том, что рынок сам сможет оценить значение покупки указанной процентной доли акций компании. В **США, Германии, Китае** и других странах пороговой для раскрытия информации является 5% доля. Это означает, что когда кто-либо приобретает 5% и более акций акционерного общества, находящихся в публичном обращении, информация об этом должна быть раскрыта на рынке ценных бумаг. Безусловно, не каждый из покупателей 5% акций компании планирует получить над ней контроль. Однако если кто-нибудь попытается это сделать, рынок сможет идентифицировать этого покупателя.

Например, раздел 21 Закона **Германии** о торговле ценными бумагами 1998 г. (German Securities Trading Act of 1988, Section 21) гласит следующее:

«Требования об уведомлении, предъявляемые к уведомляющей стороне.

(1) Любое лицо (уведомляющая сторона), доля которого в акционерном капитале котирующей свои акции на бирже компании достигает, превышает или приближается к 5%, 10%, 25%, 50% или 75% имеющих право голоса акций в результате покупки, продажи или любой другой операции, уведомляет незамедлительно или, по крайней мере, не позднее, чем через семь календарных дней, компанию и Федеральное управление по надзору в письменном виде о том, что его доля достигла, превысила или приблизилась к вышеупомянутым пределам, с указанием размера своей процентной доли имеющих право голоса акций, своего адреса и даты, когда его доля достигла, превысила или приблизилась к соответствующему пределу. Период уведомления начинается со времени, когда уведомляющая сторона узнала или, как позволяют судить обстоятельства, должна была узнать о том, что ее процентная доля имеющих право голоса акций достигла, превысила или приблизилась к вышеупомянутым пределам.

(1a) Любое лицо, которое обладает 5% и более имеющих право голоса акций компании, расположенной в Германии и впервые допущенной к торговле на фондовой бирже в государстве-члене Европейского Союза или государстве - договаривающейся стороне Соглашения о европейской экономической зоне, должно уведомить компанию и Федеральное управление по надзору в соответствии с первым предложением пункта (1).

(2) В целях настоящей Части компаниями, котирующими акции на бирже, являются расположенные в Германии компании, акции которых допущены к торговле на фондовой бирже в государстве - члене Европейского Союза или в государстве - участнике Соглашения о Европейской экономической зоне».

В статье 79 Закона **Китайской Народной Республики** о ценных бумагах, вступившего в силу в июле 1999 г., говорится:

«Когда в результате торговли на бирже инвестор приобретает 5% акций компании, прошедшей листинг на бирже, он должен в течение трех дней письменно уведомить об этом орган по регулированию рынка ценных бумаг Государственного Совета и фондовую биржу, предоставить об этом ин-

формацию компании, прошедшей листинг на бирже, и сделать публичное объявление; ему запрещается покупать или продавать акции данной компании в указанный выше период.

После того, как инвестор приобретает 5% акций компании, прошедшей листинг на бирже, он направляет уведомление или делает публичное объявление в соответствии с положениями предыдущего пункта каждый раз, когда доля принадлежащих ему акций этой компании увеличивается или уменьшается в результате торговли на фондовой бирже на 5% общего акционерного капитала компании. Он не может покупать или продавать акции этой компании в период раскрытия информации и в течение двух дней после публикации объявления».

Аналогичное требование предусмотрено в Законе США об обращении ценных бумаг 1934 года (Securities Exchange Act of 1934). В разделе 13 (d) Закона говорится следующее:

“Раскрытие информации лицами, приобретающими более 5% определенных классов ценных бумаг.

(1) Любое лицо, которое после прямого или непрямого приобретения в свою собственность любых акций класса, зарегистрированного в соответствии с разделом 781 (Section 781) настоящей части, или любых акций страховой компании, которая должна была быть зарегистрирована таким же образом, если бы не исключение, содержащееся в разделе 781 (g) (2) (G) (Section (g) (2) (G) настоящей части, или любых акций, выпущенных закрытой инвестиционной компанией, зарегистрированной в соответствии с Законом об инвестиционных компаниях 1940 г. (Investment Company Act of 1940, [15 U.S.C.A. S 80a-1 et seq.], или любых акций, выпущенных акционерным обществом коренных американцев (Native Corporation) в соответствии с разделом 1629c (d) (6) части 43 (Section 1629c (d) (6) of Title 3), и является прямым или косвенным владельцем более 5% такого класса акций, должен в течение десяти дней после такого приобретения направить эмитенту ценных бумаг по адресу его штаб-квартиры по почте, с регистрацией или подтверждением отправления, на все биржи, на которых обращаются эти ценные бумаги, и подать в Комиссию (SEC) сообщение, содержащее следующую информацию, а также такую дополнительную или необходимую информацию, которую Комиссия (SEC) сочтет необходимой или подходящей в публичных интересах или в целях защиты инвесторов:

(A) основные сведения о таком лице и всех других лицах, которыми или от имени которых делались или должны делаться покупки, информацию о личности, месте проживания, гражданстве и характере бенефициарной собственности;

(B) источник и размеры денежных средств или других форм оплаты, использованных или предназначавшихся для осуществления покупок, а также информацию о том, заплачено ли или должно быть заплачено за какую-либо часть покупки денежными средствами или другими формами оплаты, заимствованными или каким-либо другим способом полученными в целях приобретения, владения или продажи этих ценных бумаг; описание сделки и ее сторон, за исключением тех случаев, когда источником денежных средств является заем, предоставленный в обычном порядке банком, определенном в разделе 78c (a) (6) данной части, при этом, если поступит на то просьба раскрывающего информацию лица, название банка не разглашается;

(С) осуществляется ли покупка или возможная покупка с целью получения контроля над компанией-эмитентом ценных бумаг, имеются ли у этих лиц планы или намерения ликвидировать такого эмитента, продать его активы, объединить его с какими-либо другими лицами или произвести любые другие крупные изменения в его деятельности или корпоративной структуре;

(D) количество таких акций, которые находятся в бенефициарной собственности, и количество акций, которые могут быть приобретены, прямо или косвенно, (i) таким лицом и (ii) партнерами такого лица, а также основные сведения о каждом партнере, информацию о личности, месте жительства и гражданстве; и

(E) информацию о всех договорах, соглашениях или выражениях взаимопонимания, имеющихся с другими лицами относительно любых ценных бумаг эмитента, в том числе о трансфертах этих ценных бумаг, совместных предприятиях, договоренностях о займах или опционах, опционах на продажу или покупку, гарантиях займов, гарантиях против потерь или гарантиях прибыли, о распределении убытков или прибыли, предоставлении или непредоставлении доверенностей для голосования, при этом должны быть указаны лица, с которыми были заключены указанные договоры, соглашения или выражения взаимопонимания, и дана детальная информация о них.

(2) Если в фактах, изложенных в раскрытой эмитенту, биржам и Комиссии информации, происходят существенные изменения, эмитенту, биржам и Комиссии направляется поправка, подготовленная в соответствии с такими правилами и положениями, которые Комиссия может предписать как необходимые или целесообразные в публичных интересах или в целях защиты инвесторов.

(3) Когда два или более лиц образуют партнерство, партнерство с ограниченной ответственностью, синдикат или другую группу в целях приобретения, владения или продажи ценных бумаг эмитента, такой синдикат или группа считается "лицом" в целях настоящего подраздела.

(4) При определении в целях настоящего подраздела процентной доли от объема такого-то класса данной ценной бумаги, такой класс считается состоящим из суммы выпущенных ценных бумаг такого-то класса в руках держателей, за исключением ценных бумаг такого-то класса, принадлежащих эмитенту, его дочерней компании или представителю эмитента.

(5) Комиссия (SEC) может в своем правиле, положении или приказе разрешить любому лицу направлять вместо сообщения, требуемого в пункте (1) настоящего подраздела или правилах и положениях, принимаемых в соответствии с ним, извещение, содержащее имя такого лица, количество акций, определенных в пункте (1), принадлежащих ему, дату их приобретения и такую другую информацию, которую может затребовать Комиссия, если она считает, что данные ценные бумаги были приобретены в ходе обычной его деятельности и не были приобретены с целью изменить или повлиять и не изменяют или влияют на контроль над эмитентом в связи со сделкой, имеющей такую цель или влияние, или участием в такой сделке.

(6) Положения настоящего подраздела не распространяются на:

(A) приобретения или предложения о приобретении, делаемые при помощи регистрационного заявления в соответствии с Законом о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933, [15 U.S.C.A. 77a et seq.]

(B) приобретения ценных бумаг, которые вместе со всеми другими приобретениями тем же лицом ценных бумаг того же класса в течение предшествующих двенадцати месяцев не превышают 2% этого класса;

(C) приобретения ценных бумаг эмитентом указанных ценных бумаг;

(D) приобретения или предполагаемые приобретения ценных бумаг, которые Комиссия в своих правилах, положениях или приказе исключает из сферы применения положений настоящего подраздела как не имеющие цель изменить или повлиять и не изменяющие и не влияющие на контроль над эмитентом, или по другим причинам не подпадающие под действие настоящего подраздела".

Проблема здесь может заключаться в том, что лица, намеревающиеся осуществить поглощение, могут не подпадать под юрисдикцию страны, в которой предусматривается такое требование.

ЗАЩИТА ЦЕНЫ ДЛЯ МАЛЫХ ИНВЕСТОРОВ

Вернемся к приведенному выше примеру поглощения, в котором Р. покупает у S. достаточное количество акций для получения 51% голосующих акций и, естественно, обеспечения контроля над выборами в совет директоров. Большое значение для рынка ценных бумаг имеют последствия этого шага для цены акций.

Для учета таких последствий может вводиться требование о том, чтобы лицо, желающее поглотить другую компанию, покупало акции малых инвесторов по самой высокой цене, которая выплачивалась какому-либо из инвесторов.

Такое положение предусмотрено в Федеральном законе РФ "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями). В статье 80 указанного Закона, в частности, говорится:

«2. Лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрело 30% и более размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров - владельцев обыкновенных акций более 1000 с учетом количества принадлежащих ему акций, в течение 30 дней с даты приобретения обязано предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции, по рыночной цене, но не ниже их средневзвешенной цены за шесть месяцев, предшествующих дате приобретения.

Уставом общества или решением общего собрания акционеров может быть предусмотрено освобождение от указанной в настоящем пункте обязанности.

Решение общего собрания акционеров об освобождении от такой обязанности может быть принято большинством голосов владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров, за исключением голосов по акциям, принадлежащим лицу, указанному в настоящем пункте, и его аффилированным лицам.

3. Предложение лица, которое приобрело обыкновенные акции в соответствии с настоящей статьей, о приобретении обыкновенных акций общества направляется всем акционерам - владельцам обыкновенных акций общества в письменной форме.

4. Акционер вправе принять предложение о приобретении у него акций в срок не более 30 дней с момента получения предложения. В случае принятия акционером предложения о приобретении у него акций такие акции должны быть приобретены и оплачены не позднее 15 дней с даты принятия акционером соответствующего предложения.

5. Предложение акционерам о приобретении у них акций должно содержать данные о лице, которое приобрело обыкновенные акции общества (имя или наименование, адрес или место нахождения) в соответствии с настоящей статьей, а также указание количества обыкновенных акций, которые оно приобрело, предлагаемой акционерам цены приобретения акций, срока приобретения и оплаты акций».

С идеей выкупа акций у мелких акционеров связана концепция, обязывающая проводить передачу корпоративного контроля через публичные торги.

Так, в статье 81 Закона **Китайской Народной Республики** о ценных бумагах (People's Republic of China Securities Law, Article 81)¹⁵⁷ содержится требование о том, чтобы любое лицо, обладающее более 30% акций прошедшей листинг компании, делало бы дополнительные покупки акций только на основании публичного тендерного предложения (объяснение см. ниже), открытого для всех держателей акций.

Смысл этих положений заключается в том, чтобы приобретение значительного блока акций осуществлялось на основе такой закупочной процедуры, которая давала бы мелким инвесторам возможность продать акции по цене предложения о поглощении. Компания, осуществляющая поглощение, должна иметь возможность ограничить свои предложения меньшим объемом, чем 100% акций, находящихся в обращении, но если делается предложение о покупке количества акций, превышающем определенный объем, эта покупка должна осуществляться через открытый процесс тендерного предложения, который позволяет всем инвесторам иметь равные возможности в продаже своих акций.

В **США** и некоторых других странах акцент делается больше на требовании о раскрытии информации в целях защиты инвесторов в ситуациях,

¹⁵⁷ Использован неофициальный перевод на английский язык, данный в следующей публикации: People's Republic of China Securities Law, размещен на: www.chinaonline.com.

связанных с поглощениями, нежели чем на защите цены для инвесторов меньшинства.

Извлечение из: SEC 1998 Release No. 33-7607, Regulation of Takeovers and Security Holder Communications (December 4, 1998).

A. Обзор регулятивных схем.

В данном бюллетене обсуждаются два основных метода объединения компаний: тендерные предложения и слияния. Тендерные предложения могут делаться либо эмитентом скупаемых ценных бумаг, либо третьей стороной. Суть тендерного предложения сводится к тому, что делающий предложение или претендент на покупку может обратиться непосредственно к держателям ценных бумаг компании - объекта поглощения - с предложением купить у них акции. Каждый держатель акций принимает индивидуальное решение о продаже. Тендерное предложение не всегда может поддерживаться советом директоров компании - объекта поглощения. Даже в случае успешной реализации предложения претендент на покупку вряд ли получит 100% акций. В отличие от этого метода, слияние является коллективным решением, принимаемым на основе голосования. Покупатель приобретает всю компанию, если держатели акций объекта присоединения поддерживают слияние. Для того, чтобы покупатель мог поставить сделку на голосование держателей акций, ему обычно необходима поддержка совета директоров присоединяемой компании.

Как при тендерном предложении, так и при слиянии претендент на покупку может предлагать наличность, ценные бумаги или и то, и другое. Если оплата состоит только или частично из ценных бумаг, лицо, делающее предложение, должно зарегистрировать их в соответствии с Законом о ценных бумагах (Securities Act of 1933). В этом случае покупатель должен предоставить держателям ценных бумаг компании - объекта покупки больше информации, чем при предложении наличности, поскольку решение об инвестировании является более сложным. Держателям ценных бумаг компании - объекта покупки нужна информация об эмитенте ценных бумаг, получаемых ими в случае заключения сделки, что фактически означает информацию о новом, объединенном бизнесе (эмитент плюс приобретаемая компания).

Ниже кратко описывается регулятивный процесс для четырех основных видов сделок, используемых для передачи корпоративного контроля. Приводимые примеры основаны на предпосылке того, что обсуждаемые в них тендерные предложения и просьбы о выдаче доверенностей должны подчиняться нашим требованиям о раскрытии и распространении информации.

1. Тендерное предложение о скупке за наличность (cash tender offer). Покупатель вначале распространяет информацию о тендерном предложении среди держателей ценных бумаг вместе с просьбой продать ему ценные бумаги. В тот же день покупатель официально предоставляет эту же информацию в Комиссию вместе с графиком реализации тендерного предложения, содержащим дополнительную информацию. В отличие от описываемых ниже трех сделок, у персонала Комиссии нет возможности проверить информацию о тендерном предложении до начала его реализации. Если персонал решает проверить поданный материал и желает дать комментарии покупателю, он делает это в ходе реализации предложения, и покупатель должным образом учитывает комментарии. (Например, от покупателя может

потребуется дополнительная информация для держателей ценных бумаг компании - объекта поглощения, и срок реализации тендерного предложения может быть продлен). Предложение должно остаться открытым по крайней мере в течение 20 рабочих дней, после чего лицо, сделавшее предложение, может выкупать акции, если были удовлетворены все условия тендерного предложения, или же отказаться от покупки акций.

2. Предложение об обмене (тендерное предложение об обмене на ценные бумаги, stock tender offer). В соответствии с Законом о ценных бумагах (Securities Act of 1933) лицо, делающее предложение, подает регистрационное заявление, содержащее предварительный проспект, относящийся к ценным бумагам, предлагаемым держателям акций объекта поглощения в обмен на их акции. В проспекте также содержится информация о предложении об обмене, требуемая в соответствии с правилами подобных тендерных предложений. Проспект является публичным документом. Лицо, делающее предложение, может распространить предварительный проспект среди держателей акций компании - объекта поглощения, но обычно не делает этого, потому что не может просить продать ему акции или покупать их до утверждения регистрационного заявления. Если персонал Комиссии решит проверить регистрационное заявление, он может направить лицу, осуществляющему поглощение, свои замечания. После учета замечаний лицо, делающее предложение, просит Комиссию (Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) утвердить его регистрационное заявление как вступившее в силу. Как только регистрация вступает в силу, начинается реализация тендерного предложения: покупатель распространяет окончательный проспект и документ с предложением о скупке среди держателей акций и просит их продать ему акции. В тот же день он подает в Комиссию (SEC) такой же график реализации тендерного предложения, как и в случае тендерного предложения о скупке за наличность. Предложение должно оставаться открытым по крайней мере в течение 20 рабочих дней, после чего лицо, сделавшее предложение, может начинать покупать акции.

3. Предложение о слиянии за наличность (cash merger). Лицо, делающее предложение, подает в Комиссию предварительное заявление о предоставлении доверенностей на голосование с описанием сделки. Этот документ обычно является публичным, но лицо, делающее предложение, может просить, за некоторыми исключениями, предоставить ему конфиденциальный статус. Лицо, делающее предложение, может разослать держателям акций по почте предварительное заявление о предоставлении доверенностей, но часто не делает этого, ожидая, пока заявление не получит окончательный статус. Причина задержки заключается в том, что лицо, делающее предложение, может рассылать бланки-доверенности для голосования только вместе с окончательным вариантом заявления о предоставлении доверенностей. Лицо, делающее предложение, может разослать окончательное заявление о предоставлении доверенности через десять дней после подачи предварительного заявления. Однако если персонал Комиссии решает проверить поданные материалы о предоставлении доверенностей, лицо, делающее предложение, обычно ожидает комментариев Комиссии до рассылки. После учета всех комментариев лицо, делающее предложение, рассылает держателям ценных бумаг окончательное заявление о предоставлении доверенностей вместе с бланками - доверенностями для произведения соответствующей отметки и возврата. Федеральные правила не предусматривают какого-либо конкретного периода между датой рассылки материалов, касающихся доверенностей, лицом, делающим предложение, и датой проведения собрания держателей акций. Однако законы штатов обычно требуют извещать держателей акций о собрании за определенный период

времени до его проведения. Если собрание голосует за слияние, и все условия соблюдены, можно заключать сделку о слиянии.

4. Предложение о слиянии за ценные бумаги (stock merger). Лицо, делающее предложение, подает в Комиссию регистрационное заявление, предусмотренное в Законе о ценных бумагах, содержащее предварительный проспект, а также информацию, которую необходимо указать в заявлении о предоставлении доверенностей. Регистрационные заявления подаются в качестве публичных документов, но могут подаваться и как конфиденциальные заявления о предоставлении доверенностей, если этого желает лицо, делающее предложение. В последнем случае регистрационное заявление подается как сопроводительный документ к заявлению о предоставлении доверенностей, когда лицо, делающее предложение, готово обнародовать информацию. Лицо, делающее предложение, может распространить предварительный проспект / заявление о предоставлении доверенностей, но обычно не делает этого, потому что не может одновременно разослать бланки - доверенности. Если Комиссия решает проверить поданные материалы, она излагает свои комментарии лицу, делающему предложение. После учета комментариев лицо, делающее предложение, просит Комиссию утвердить регистрационное заявление. Как только регистрация вступает в силу, лицо, делающее предложение, может разослать окончательный проспект и окончательное заявление о предоставлении доверенностей вместе с бланками-доверенностями. Дальнейший процесс аналогичен процессу слияния за наличность.

Результатом любой из вышеупомянутых сделок может быть также образование закрытого акционерного общества, если сделка соответствует критериям правил об образовании закрытых акционерных обществ. В этом случае лицо, делающее предложение, и любая другая сторона, участвующая в сделке, помимо вышеуказанных материалов должны предоставить Комиссии и держателям акций соответствующий график и дополнительную информацию. Обычно эта информация включается в единый документ вместе с заявлением о предоставлении доверенностей, документированным тендерным предложением или проспектом.

В. Увеличение объема информации, раскрываемой в связи с тендерными предложениями и слияниями.

1. Обзор и общие соображения.

Как говорилось ранее, быстрота операций на современных фондовых рынках и немедленный доступ к информации при помощи электронных средств повлияли на осуществление поглощений и слияний. Мы видим, что участники многих сделок, связанных со слияниями и поглощениями, раскрывают обширную информацию о сделке, направляя ее на рынок ценных бумаг сразу же после заключения окончательного соглашения о слиянии или приобретении.

Часто стороны сделки по слиянию или другой аналогичной сделки раскрывают прессе прогнозную финансовую информацию об образовавшейся в результате объединения компании, а также об ожидаемой экономии издержек или "синергии". Стороны обычно раскрывают такую информацию в пресс-релизах, на конференциях аналитиков и встречах с институциональными инвесторами и прессой. Информация, раскрываемая аналитикам, часто бывает более полной, чем та, которая распространяется среди держателей акций через пресс-релизы.

Стороны соглашений о слиянии объясняют необходимость скорейшего раскрытия информации о сделке рядом причин, в том числе обязательством давать "полную существенную информацию" в соответствии с Правилom 10b-5 (Rule 10b-5). Данное правило запрещает предоставлять неверную информацию или не упоминать о существенном факте в связи с покупкой или продажей ценных бумаг. Правило распространяется на предложения о слиянии, скупке за ценные бумаги и другие неординарные операции. Обязательство раскрывать информацию может, в частности, возникнуть в связи с (1) требованиями о раскрытии конкретной информации в документах, подаваемых в Комиссию (Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC); (2) обязанностью эмитента или инсайдера "раскрывать информацию или воздерживаться" от участия в торговле, если он обладает существенной служебной (инсайдерской) информацией; (3) обязательством обеспечивать полную и законченную информацию в процессе ее раскрытия рынку; и (4) обязательством вносить исправления в неверную или вводящую в заблуждение информацию, раскрытую компанией. Фондовые биржи или междилерские системы котирования также могут требовать, чтобы компании, котирующие на них свои ценные бумаги, своевременно оповещали рынки о существенных корпоративных изменениях, в том числе о предполагаемых слияниях.

Мы понимаем, что и у самих сторон таких неординарных сделок может быть определенная экономическая заинтересованность в раскрытии большей информации рынка до подачи в Комиссию заявления о регистрации, документов по доверенностям или тендерному предложению. Эта заинтересованность продиктована необходимостью поддерживать упорядоченный рынок для ценных бумаг, предлагаемых для оплаты сделки по передаче корпоративного контроля; необходимостью удовлетворять возросший рыночный спрос на информацию о предполагаемых сделках; необходимостью информировать клиентов, сотрудников и других лиц.

Хотя скорейшее раскрытие информации о сделке и может быть продиктовано причинами регулятивного и экономического порядка, положения Закона о ценных бумагах (Securities Act of 1933) и Закона об обращении ценных бумаг (Securities Exchange Act of 1934), включая Закон Вильямса (Williams Act), предусматривают ограничения на виды информации, которая может распространяться до подачи заявления о регистрации, документов по доверенностям или тендерному предложению. Информация, поступающая инвесторам, прежде всего ограничивается концепциями "предложения" и "проспекта" в соответствии с Законом о ценных бумагах (Securities Act of 1933), "приглашения" в соответствии с Законом об обращении ценных бумаг (Securities Exchange Act of 1934), и "начала" в соответствии с Законом Вильямса (Williams Act). Каждая из этих концепций отражает требование раскрытия информации, необходимой для принятия обоснованного решения при голосовании или инвестировании, в строгом соответствии с предписанной формой конкретного документа.

Мы считаем, что в условиях современного рынка может быть уместным ослабление этих регулятивных ограничений, в особенности ввиду технологического прогресса в области коммуникаций. Информация о планируемой неординарной сделке может раскрываться всем держателям ценных бумаг на более справедливой и своевременной основе. Более того, ограничение раскрытия информации одним документом может мешать, а не содействовать принятию обоснованных решений об инвестировании и голосовании. Безусловно, любые послабления, позволяющие раскрывать

большие объемы информации, должны делаться с учетом интересов инвесторов.

Изменения в существующей системе регулирования включают условия, призванные обеспечивать полную и честную информацию для всех инвесторов и рынков в целом, а не только для узкого круга аналитиков и сведущих в финансовых вопросах участников рынка. Предложения, делающиеся в настоящее время, направлены против избирательного раскрытия информации и призваны обеспечить ее широкое распространение при помощи самых различных средств с тем, чтобы все держатели акций знали об условиях, выгодах и риске предлагаемой неординарной сделки.

Важно отметить, что эти предложения не изменяют требования о том, чтобы до получения просьбы проголосовать или продать свои акции держатели акций получали обязательный документ (проспект, заявление о предоставлении доверенностей на голосование или заявление о тендерном предложении), содержащий полную и объективную информацию. Остающееся в силе требование предоставления такого документа до принятия решения об инвестировании, а также ответственность за заведомо ложные сведения помогают разрешить давно беспокоившую нас проблему, связанную с опасением того, что информация может повлиять на рынок до распространения обязательных документов ("фальстарт").

ЗАКОН ФИЛИППИН О ЦЕННЫХ БУМАГАХ

Раздел 33. Тендерные предложения

(a)

(1) Любому лицу запрещается прямо или косвенно делать тендерное предложение или обращаться с просьбой или приглашением о тендере в отношении скупки любого класса акций, зарегистрированных в соответствии с настоящим Законом, если после заключения предлагаемой сделки данное лицо становится, прямо или косвенно, владельцем более 10% процентов акций такого класса или разумной процентной доли, установленной Комиссией, и если до этого данное лицо не опубликовало, разослало или предоставило держателям акций копии такого предложения, просьбы или приглашения, не предоставило Комиссии и эмитенту такую информацию, которую может затребовать Комиссия в соответствии с разделом 32 настоящего Закона. Все просьбы или приглашения к тендеру, объявления о тендерном предложении, просьбе или приглашении к тендеру подаются в форме такого документа, который может предписать Комиссия. Копии всех дополнительных документов с просьбами или предложениями о тендере после подачи первоначальной просьбы или приглашения должны содержать такую информацию, которую может предписать Комиссия как необходимую или целесообразную для защиты публичных интересов и инвесторов, и подаваться в Комиссию и эмитенту не позднее даты их первой публикации, рассылки или предоставления держателям акций.

(2) Любое приглашение или рекомендация держателям таких акций принять или отвергнуть тендерное предложение, просьбу или приглашение о скупке акций делаются в соответствии с такими правилами и положениями,

которые может предписать Комиссия как необходимые или целесообразные для защиты публичных интересов и инвесторов.

(3) Акции, депонированные в соответствии с тендерным предложением, просьбой или приглашением о скупке акций, могут быть сняты с хранения депонентом или его представителем в любое время до истечения семи дней после первой публикации, рассылки или предоставления держателям акций окончательных документов с предложением, просьбой или приглашением, и в любое время по истечении шестидесяти дней после даты первоначального предложения о скупке, просьбы или приглашения, за исключением тех случаев, когда Комиссия может предписать в правилах, положениях или приказе иные условия как необходимые или целесообразные для защиты публичных интересов и инвесторов.

(4) Когда лицо делает тендерное предложение или обращается с просьбой или приглашением о скупке акций, число которых меньше общего количества выпущенных и находящихся на руках держателей акций одного класса, и когда в течение десяти дней после первой публикации, рассылки или предоставления держателям акций предложения, просьбы или приглашения депонируется большее количество акций, чем то, которое обязано или желает принять и оплатить такое лицо, акции принимаются и оплачиваются на максимально пропорциональной основе, независимо от дробления, в соответствии с количеством акций, поданных на хранение каждым депонентом. Положения настоящего подраздела применяются также к акциям, депонированным в течение десяти дней после первой публикации, рассылки или предоставления держателям акций объявления об увеличении оплаты, предлагаемой держателям акций в соответствии с подпунктом (5) настоящего подраздела.

(5) Когда лицо изменяет условия тендерного предложения, просьбы или приглашения о скупке акций до истечения срока такого предложения, просьбы или приглашения, увеличивая оплату, предлагаемую держателям таких акций, такое лицо выплачивает сумму, составляющую увеличение, каждому держателю акций, даже если акции были приняты к оплате таким лицом до изменения условий предложения, просьбы или приглашения.

(b) Положения подраздела (a) раздела 32 и подраздела (a) настоящего раздела не распространяются на предложения, просьбы или приглашения о скупке акций, если:

(i) количество таких акций вместе со всеми другими акциями того же класса, приобретенными тем же лицом в течение предшествующих двенадцати месяцев, не превышает 2% такого класса; или

(ii) Комиссия, в своих правилах, положениях или приказе сочтет, что они не имеют цели изменить или повлиять, и не изменяют или влияют на контроль над эмитентом, или по другим причинам не подпадают под действие данных разделов.

(c) Когда два или более лиц образуют партнерство, партнерство с ограниченной ответственностью, синдикат или другую группу в целях приобретения, владения или продажи ценных бумаг эмитента, такой синдикат или группа считается "лицом" в целях раздела 32 и подраздела (a) настоящего раздела.

(d) При определении в целях настоящего подраздела процентной доли от объема такого-то класса данной ценной бумаги, такой класс считается состоящим из

суммы выпущенных ценных бумаг такого-то класса в руках держателей, за исключением ценных бумаг такого-то класса, принадлежащих эмитенту, его дочерней компании или представителю эмитента.

(е) Любому лицу запрещается предоставлять неверную информацию о существенном факте или опускать упоминание существенного факта, необходимого для того, чтобы информация, в свете обстоятельств, в которых она предоставляется, не вводила в заблуждение, или участвовать в каком-либо мошенничестве, обмане или манипулировании в связи с тендерным предложением, просьбой или приглашением о покупке акций или в связи с обращением с просьбой к держателям акций, выступающим против или в поддержку такого предложения, просьбы или приглашения. В целях настоящего подраздела Комиссия в своих правилах и положениях определяет и предписывает разумные средства, направленные на предотвращение такого мошенничества, обмана или манипулирования.

ИНДИЯ

Как отмечалось ранее, закон в Индии запрещает лицу приобретать акции компании, если в результате такого приобретения общее количество принадлежащих ему акций составит более чем 10% оплаченного капитала компании и если оно не делает публичного объявления о приобретении акций, составляющих не менее 20% оплаченного капитала компании, у всех других держателей акций компании. Цена покупки дополнительных 20% должна быть договорной или наиболее высокой ценой, заплаченной покупателем акций на открытом рынке, или средней ценой между самой высокой и самой низкой недельными ценами на фондовой бирже за шесть месяцев, предшествующих дате объявления, в зависимости от того, которая из этих цен выше.

ГЛАВА 8. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРУКТУРЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ ГОСУДАРСТВА

8.1. НАЛОГОВОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

НАЛОГОВОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТОРОВ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

В условиях дефицита инвестиций и высоких рисков на рынке ценных бумаг создание сильных налоговых стимулов, в значительной мере компенсирующих указанные риски, является одним из наиболее сильных инструментов побуждения населения и иных групп инвесторов к вложению накопленных сбережений в те фондовые ценности, которые государство считает приоритетными. Только на этой основе могут быть достигнуты диверсификация структуры собственности, максимальное использование внутренних накоплений для направления в сферу инвестиций и социальная устойчивость, присущая обществам с широким участием населения в корпоративной собственности.

На формирующихся рынках важнейшей задачей выступает привлечение в страну долгосрочных иностранных инвестиций (прямых и портфельных), которые покрывали бы разрыв между потребностями в средствах для модернизации экономики и незначительным объемом денежных ресурсов, пригодных для инвестирования, находящихся в стране.

В международной практике сформировалась система методов налогового стимулирования инвесторов в ценные бумаги. Сравнительный анализ указанных методов налогового стимулирования приведен в *табл. 10*.¹⁵⁸

Таблица 10

Зарубежная практика стимулирования инвестиций в акции

Методы стимулирования инвестиций в акции	Страны, в которых применяются
Юридические лица- резиденты	
Полное, безусловное освобождение дивидендов, полученных от других лиц-резидентов от налога на прибыль*	Индустриальные страны: Австралия, Австрия, Великобритания, Норвегия Формирующиеся рынки: Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Гонконг, Греция, Индия, Индонезия, Мексика, Чили, ЮАР

¹⁵⁸ Для анализа налоговой практики использованы материалы Международного общества администраторов ценных бумаг (International Society of Securities Administrators Handbook. 1998- 1999), справочные системы по налогам компаний PriceWaterhouseCoopers (<http://www.pricewaterhousecoopers.co.uk/>), Deloitte Touche Tohmatsu (<http://www.deloitte.com/tax/>), Danziger's Foreign Direct Investment (<http://www.danzigerfdi.com/tax/>) и др. Анализ зарубежной налоговой практики сделан по состоянию на 2000 г.

По дивидендам, полученным от резидентов, - освобождение дивидендов от налога на прибыль при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и не менее установленного периода времени*	Индустриальные страны: Дания, Люксембург, Нидерланды, Швейцария, Швеция, Япония Португалия - освобождение от рассматриваемого налога при условии, если дивиденды реинвестируются в развитие предприятия Формирующиеся рынки: Тайвань, Польша- освобождение от рассматриваемого налога при условии, если дивиденды реинвестируются в развитие предприятия
-Пониженные ставки налога на прибыль при обложении дивидендов (или замена налога на прибыль иным налогом по пониженной ставке) -Включение в налогооблагаемую прибыль только части (в установленной доле) дивидендов -Предоставление налоговых кредитов по налогам на прибыль, выплачиваемых с дивидендов	Индустриальные страны: Бельгия, Ирландия, Италия, Финляндия
Полное, безусловное освобождение положительных курсовых разниц по ценным бумагам от налога на прибыль	-Индустриальные страны: Бельгия -Формирующиеся рынки: Малайзия, Мексика, Панама, Сингапур, Тайвань
Освобождение положительных курсовых разниц от налога на прибыль при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и (или) не менее установленного периода времени	Индустриальные страны: Австрия, Дания, Люксембург, Нидерланды, Швейцария Формирующиеся рынки: Гонконг, Панама, Южная Африка. Панама- только по акциям, которые прошли листинг, ЮАР – при условии, если суммы от продажи акций останутся в обороте предприятия
Пониженные ставки налога на прибыль при обложении положительных курсовых разниц (или замена налога на прибыль иным налогом по пониженной ставке)	Индустриальные страны: Канада, Франция (раздельное налогообложение по краткосрочным и долгосрочным инвестициям), Испания Формирующиеся рынки: Бразилия, Венесуэла, Греция, Индия, Индонезия (по акциям, имеющим листинг на бирже)
Полный или частичный зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшение прибыли (или положительных курсовых разниц) при налогообложении Возможности переноса отрицательных разниц на несколько лет вперед для целей зачета при налогообложении, если их разрешено вычитать только из прибыли, полученной от положительных курсовых разниц	Индустриальные страны: Австралия, Австрия, Дания, Италия (перенос отрицательных разниц на несколько лет вперед), Франция Формирующиеся рынки: Аргентина
Юридические лица- нерезиденты	
-Освобождение дивидендов, полученных от резидентов, от налога на прибыль -Сниженные ставки налогообложения дивидендов, полученных от резидентов, по налогу на прибыль	Аргентина, Гонконг Франция (если дивиденды реинвестируются в экономику Франции)
Освобождение положительных курсовых разниц по ценным бумагам от налога на прибыль Сниженные ставки налогообложения положительных курсовых разниц по ценным бумагам	Аргентина, Австрия (если нерезиденту принадлежит не менее 10% акционерного капитала в течение 5 лет), Гонконг Греция, Индия (если нерезиденту принадлежали акции в течение не менее 3 лет)
Физические лица- резиденты	
Полное безусловное освобождение дивидендов, полученных от юридических лиц, от подоходного налога	Формирующиеся рынки: Аргентина (только по дивидендам, полученным от резидентов), Бразилия, Венесуэла, Мексика
Пониженные ставки подоходного налога при обложении дивидендов (или замена подоходного налога иным налогом по пониженной ставке) Предоставление налоговых кредитов по подоходному налогу, выплачиваемому с дивидендов	Индустриальные страны: Дания, Норвегия, Швеция Формирующиеся рынки: Панама, Польша, Южно-Африканская Республика Канада, Тайвань
Полное, безусловное освобождение положительных курсовых разниц по ценным бумагам от подоходного налога	Индустриальные страны: Швейцария Формирующиеся рынки: Китай, Малайзия, Сингапур
Полное освобождение положительных курсовых разниц от подоходного налога при определенных условиях	Индустриальные страны: Нидерланды (если акции продаются в качестве портфельных инвестиций и сделки с ними не относятся к продаже бизнеса) Формирующиеся рынки: Греция (если акции имеют листинг на бирже), Панама (по акциям, имеющим листинг), Турция (в пределах денежного лимита), ЮАР (если продаются долгосрочные инвестиции и операция носит капитальный характер)
Пониженные ставки подоходного налога при обложении положительных курсовых разниц (или	Индустриальные страны: Германия, Португалия, Швеция, Япония, Канада (в том числе дополнительное

замена подоходного налога иным налогом по пониженной ставке)	стимулирование вложений в акции малого бизнеса) Формирующиеся рынки: Бразилия
-Пониженные ставки подоходного налога при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и (или) не менее установленного периода времени -Пониженные (при соблюдении определенных условий) ставки подоходного налога при обложении положительных курсовых разниц	Индустриальные страны: Австрия Греция (если акции не имеют листинга на бирже), Нидерланды (если акции продаются не в качестве портфельных инвестиций, а в качестве продажи бизнеса)
Полный или частичный зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшение доходов (или положительных курсовых разниц) при обложении подоходным налогом	Канада, Швеция
-Исключение из налогооблагаемой базы по подоходному налогу сумм инвестиций (или доходов от продажи) в определенные (желательные) акции и доли паевых фондов при их первичном размещении -Исключение из налогооблагаемой базы доходов от продажи акций, если они находились в собственности свыше определенного срока	Формирующиеся рынки: Индия, Мексика, Чили Чехия
Налоговые льготы физическим лицам под специальные инвестиционные планы	Великобритания
-Введение “акций, дающих налоговые преимущества”, предназначенных для выпуска в приоритетных для государства целях (Бельгия) -Вычет из дивидендов процентов по кредиту, взятому для приобретения акций	Бельгия Япония

* Имеется в виду, что инвестиции носят не краткосрочный спекулятивный характер, а близки по характеру к прямым инвестициям или являются ими, что позволяет рассматривать дивиденды как результат значительных управленческих усилий и финансовых усилий лица, получающего дивиденды, исключать «двойное налогообложение» предприятий (материнской и дочерней компаний), являющихся по существу единым промышленным комплексом.

Анализ, проведенный выше, показывает особенности налогового стимулирования инвесторов в международной практике. Как правило, формируется система налогового стимулирования внутренних и долгосрочных (прямых и портфельных) иностранных инвесторов по вложению средств в акции, долговые ценные бумаги, выпускаемые для финансирования инвестиций в сфере науки, производства и обращения продукции. Система налогового стимулирования может предусматривать значительное сокращение налоговых ставок (для нерезидентов, осуществляющих прямые или портфельные инвестиции, для розничных владельцев корпоративных облигаций) или отмену налогов по дивидендам и другим доходам, получаемым по ценным бумагам, выпущенным предприятиями приоритетных отраслей или групп бизнеса.

В частности, используются следующие методы налогового стимулирования инвестиций в акции:

полное или частичное освобождение розничных инвесторов от подоходного налога, взимаемого на доходы от акций (дивиденды, рост курсовой стоимости), оптовых инвесторов (юридических лиц) от налога на прибыль, формируемую акциями, предоставление налогового кредита на уплату налогов на указанные доходы. Прекращение по сути двойного налогообложения дивидендов (источник их уплаты – чистая прибыль предприятия после взимания налогов, после чего при выплате дивидендов акционерам вновь начисляются налоги);

поощрение иностранных инвесторов в портфельных и прямых вложениях в ценные бумаги на основе предоставления им национального режима налогообложения, снижения повышенных налоговых ставок,

установленных им в сравнении с отечественными инвесторами, или полного освобождения от обложения налогами доходов, полученных от ценных бумаг;

возможность переноса на несколько лет вперед отрицательных курсовых разниц для розничных и оптовых инвесторов (что дает возможность зачета их в годы растущей курсовой стоимости);

введение целевых налоговых льгот (освобождение от налога, применение пониженной налоговой ставки, вычет из налогооблагаемой базы), направленных на поощрение: долгосрочных инвестиций в акции (льготы применяются в том случае, если акции держатся владельцем в течение определенного срока), неспекулятивных прямых инвестиций (льготы применяются, когда инвестор владеет не менее определенной доли бизнеса), инвестиций в определенные акции (малого бизнеса, определенных приоритетных отраслей, венчурных компаний, экспортных производств), вывода акций на организованные рынки (льготы возникают, если акции прошли листинг и обращаются на фондовой бирже), спроса на акции (вычет из налогооблагаемой базы процентов за кредит, взятого на покупку акций), специальных личных и институциональных инвестиционных планов (в рамках которых средства направляются на инвестиции в акции);

налоговое стимулирование долгосрочного спроса на корпоративные ценные бумаги, источником которого является банковский кредит. Например, исключение из налогооблагаемой базы подоходного налога процентов за кредиты, взятые физическими лицами для приобретения корпоративных ценных бумаг резидентов.

НАЛОГОВОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ ГОСУДАРСТВОМ РАСШИРЕНИЯ ДОЛИ ПЕРСОНАЛА В АКЦИОНЕРНЫХ КАПИТАЛАХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Даже учитывая микроэкономический характер механизмов стимулирования работников через акции, которые будут рассмотрены ниже, в тех случаях, когда их использование приобретает национальное значение, как это произошло в США в 1970-е - 90-е годы, существенно расширяются возможности для решения следующих макроэкономических задач. К последним относятся:

постепенный переход от капитализма крупных собственников к модели капитализма «с широким участием», который означает более широкое участие населения в собственности, более высокий инновационный потенциал экономики и, в итоге, большую экономическую свободу и более высокий потенциал развития общества;

расширение мощности финансовых рынков, становление действительно массовых и ликвидных рынков акций, диверсификация финансовых инструментов и финансовых институтов и, в итоге, более глубокая насыщенность хозяйственного оборота финансовыми ресурсами, что ведет к активизации экономического роста (что доказано в исследованиях Мирового банка в 1980-е - 90-е годы);

усиление социальной стабильности, рост благосостояния населения при большей вовлеченности средств населения в финансирование инвестиций и экономического роста.

Соответственно, механизмы стимулирования вложений работников и менеджеров в акции своих предприятий приобретают макроэкономическое значение.

В этой связи в 1970-90-е годы в крупных индустриальных странах было принято законодательство, регулирующее и стимулирующее создание внутрикорпоративных планов для персонала, суть которых в том, что работники получают часть оплаты труда в форме акций собственной компании.

В **США** доля работников в акционерных компаниях, в которых они работают, составляла в конце 1990-х годов (с учетом опционов на акции) примерно 9% (и продолжает увеличиваться). По оценке, в 2000 г. в ¼ открытых акционерных обществ собственность работников составила не менее 15% акционерных капиталов. Не менее 25% закрытых акционерных обществ будут иметь свои собственные планы стимулирования работников акциями (здесь и ниже данные для анализа заимствованы из обзоров Национального центра собственности работников (National Center for Employee Ownership) (США)).¹⁵⁹

В **Австралии** в 1999 г. 74% из 350 наиболее крупных австралийских компаний, прошедших листинг на фондовой бирже, имеют планы по стимулированию своих работников через акции, при этом 55% указанных планов являются опционными, 24% - планами выкупа акций работниками за счет ссуд (т.е. большинство планов нацелено на стимулирование менеджеров).¹⁶⁰ В **Великобритании** с начала 1980-х годов принято законодательство и применяется сходная с США модель Leveraged ESOP (плана формирования собственности персонала на акции компании-работодателя с использованием леведреджа, т.е. через получение заемных средств для выкупа акций персоналом с последующим погашением ссуды за счет дивидендов и целевых взносов компании-работодателя, вычитаемых из налогов). В **Нидерландах** примерно 4% компаний (конец 1990-х годов) используют корпоративные планы формирования собственности работников на акции своей компании. В **Канаде** более 20% компаний, имеющих листинг на Торонтской фондовой бирже, развивают программы ESOP (данные исследования Торонтской фондовой биржи). Во **Франции** обязательные и добровольные схемы участия работников в собственности имеют широкое распространение (несколько десятков тысяч компаний, около 40% работников). В **Японии** планы ESOP являются быстро развивающейся областью стимулирования труда работников. 90% японских компаний - открытых акционерных обществ, чьи акции торгуются на фондовой бирже, используют механизмы поощрения покупки работниками акций своей компании (работники владеют 2-3% капитала своих компаний).¹⁶¹

¹⁵⁹ An Overview of ESOPs, Stock Options, and Employee Ownership. 1999. Источник-публикация National Center for Employee Ownership на сайте организации в Интернете (<http://www.nceo.org>).

¹⁶⁰ Submission on Employee Share Ownership. Prepared by the Australian Employee Ownership Association for the House of Representatives standing Committee on Employment, Education and Work Place Relations.- 15 April 1999.-P.7.

¹⁶¹ National Centre for Employee Ownership (NCEO). Growth of Employee Ownership in US and Abroad.- May 1997.- P.2.

Характеристика основных форм поощрения работников и менеджеров предприятий на основе расширения участия персонала в собственности (на примере США) приведена в *табл. 11*. Методы стимулирования, рассматриваемые в настоящей работе, полностью охватываются понятием «equity compensation plan»- план компенсации работников акциями, что, в свою очередь, включает множество разновидностей компенсационных планов, рассмотренных ниже в указанной таблице.

*Таблица 11**

Виды компенсационных планов, направленных на расширение участия персонала в акционерном капитале работодателя

Компенсационные планы, ориентированные на менеджмент		Компенсационные планы, ориентированные на трудовой коллектив	
<p>stock bonus plan - компенсационный план, в соответствии с которым менеджмент компании получает акции в собственность в случае, если компанией или лично менеджером будут достигнуты определенные результаты. Повышение курсов акций в результате качественного управления компанией обеспечит постоянный прирост личного имущества менеджера, находящегося в форме акций компании, в которой он работает.</p>	<p>stock option plan - компенсационный план, в соответствии с которым менеджмент компании получает в качестве вознаграждения опцион на покупку акций данной компании по заранее фиксированной цене. Если в результате деятельности менеджмента рыночные цены на акции превысят цены, зафиксированные в опционе, то менеджер, реализовав свое опционное право и затем продав акции на свободном рынке, получит прибыль.</p>	<p>Employee Stock Purchase Plans - план формирования собственности персонала на акции компании, в соответствии с которым работники получают опционы на покупку акций компании (в литературе тоже рассматриваются как stock option plan). Платежи осуществляются на основе вычетов из заработной платы. Цены, по которым реализуются акции, до 15% ниже их текущей рыночной стоимости. Объектом схемы обычно являются обыкновенные акции, при этом работники должны пользоваться равными правами и привилегиями, но распределение акций может производиться в соответствии с суммой получаемых в компании доходов. Обычно данный план используется в открытых акционерных обществах. Работники, приобретающие акции, пользуются в практике США налоговыми льготами.</p>	<p>Employee Stock Ownership Plan (ESOP) - план формирования собственности персонала на акции компании, на основе создания внутрифирменного финансового фонда на эти цели. В практике США рассматривается как один из видов плана пенсионного обеспечения персонала, учреждаемого внутри компании и дающего льготы по налогообложению. Компания-работодатель осуществляет ежегодные взносы в ESOP, средства которого (включая также ссуды, полученные ESOP) вкладываются в акции компании-работодателя. Выплаты, которые получает работник при уходе от дел, зависят от величины средств, привлеченных ESOP, и позитивной или негативной динамики цен акций компании-работодателя. Льготы по налогообложению имеют компания-работодатель (на суммы взносов в ESOP), собственники акций, продающие их в ESOP (на суммы прибыли от прироста капитала) и работники компании, приобретающие ее акции через ESOP.</p>
		<p>401(k) plan- план 401 (к). Формируется за счет части заработной платы, которую работникам разрешено до начисления налогов направлять в данный план (сберегать с тем, чтобы компания-работодатель управляла данными средствами). На ежегодные суммы отчислений от заработной платы правительством устанавливаются лимиты (например, не больше 10 тыс. долл. в год на одного работника). При этом компания-работодатель может делать свои собственные отчисления в план 401 (к), размер которых увязан с отчислениями работников. Законодательством разрешено часть средств от плана 401(к) направлять на приобретение акций компании-работодателя.</p>	

*Часть указанных планов компенсации акциями (ESOP, 401 (k) plan) в соответствии с законодательством США рассматриваются как пенсионные планы (pension plans), создаваемые компаниями, и регулируются законодательством о пенсионных планах. Более точно, в отличие от так называемых defined benefit pension plan (пенсионных планов с заранее установленным вознаграждением, в соответствии с которыми и в соответствии с расчетными формулами, заложенными в них, устанавливаются фиксированные размеры выплат работникам по наступлении пенсионного возраста), планы компенсации акциями относятся к разновидности пенсионных планов, называемой defined contribution pension plan (пенсионные планы с заранее установленными взносами компании в пенсионный план). В последнем случае, конечные выплаты работникам зависят от того, как будут управляться и инвестироваться средства, вложенные в пенсионный план. Если средства плана будут вкладываться, например, в акции компании-работодателя, то конечные выплаты работникам будут зависеть от динамики стоимости этих акций на рынке и величины дивидендов (в конечном счете, от финансового состояния компании).

Необходимо учитывать, что только очень серьезные налоговые льготы могут создать стимулы для собственников предприятий к развитию планов участия своих работников и менеджеров в акционерных капиталах. Указанные налоговые льготы должны относиться как к компании-работодателю, так и к ныне действующим собственникам, продающим свои акции работникам, а также к самим работникам и менеджерам, т.е. ко всем заинтересованным сторонам, участвующим в опционном плане или плане ESOP. Наиболее часто используются следующие формы налоговых льгот (США):

налоговые льготы акционерам компании, которые продают свои акции в компенсационный план. На примере ESOP- в США в том случае, если в результате этой продажи доля ESOP в акционерном капитале компании составит не менее 30%, если при этом акционеры держали до продажи свои акции не менее 3 лет (т.е. продажа не носит спекулятивного характера, полученная прибыль в результате является долгосрочным приростом капитала) и если акционеры вложат полученные от продажи своих акций средства в другие указанные законодательством ценные бумаги (акции или облигации эмитентов США), то акционеры пользуются правом на налоговую отсрочку до тех пор, пока они держат средства, полученные от ESOP, в разрешенных законодательством ценных бумагах;

налоговые льготы компании, для выкупа акций которой учреждается компенсационный план. На примере ESOP - спонсорские взносы компании в ESOP вычитаются из суммы налогов, подлежащих выплате, если они направляются на покрытие кредитов и процентов по кредитам, взятым ESOP для покупки акций. Дивиденды по акциям, находящимся в ESOP, также вычитаются из суммы налогов, подлежащих выплате, если они направляются на покрытие кредитов, взятых ESOP для покупки акций. Работодатель может делать не облагаемые налогом взносы для формирования ESOP, которые, по законодательству США, ограничены 15% суммы начисленной годовой оплаты труда;

налоговые льготы работникам, приобретающим акции в рамках компенсационных планов. На примере ESOP- доходы, возникающие у работников в рамках ESOP, не подлежат налогообложению до тех пор, пока они не будут получены непосредственно работниками. В этом случае работник пользуется налоговой отсрочкой, выплачивает подоходный налог только тогда, когда реально получает прибыль от акций (перепродает их). Если речь идет об опционном плане, то налог уплачивается только тогда, когда менеджер или работник реально покупает по опциону акции по меньшей цене и перепродает их по большей цене);

налоговые льготы, получаемые финансовыми институтами. Если в результате ссуд, полученных ESOP у банка или иного финансового института, доля ESOP в компании составит более 50% акционерного капитала, то от налога освобождается 50% доходов, полученных финансовым институтом в виде процентов по данной ссуде.

8.2. АНТИКРИЗИСНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА

ЦЕННЫХ БУМАГ

Формирующиеся рынки, находящиеся на начальных ступенях развития, будут в среднесрочной перспективе оставаться подверженными высоким значениям системного риска, демонстрировать масштабную волатильность. Неизбежно они вновь будут становиться источником новых международных финансовых кризисов.

Анализ действий регуляторов формирующихся рынков до и в момент финансовых кризисов, а также в послекризисный период показывает, что действия регуляторов могут быть не скоординированы. Зачастую они направлены не на ослабление, а, наоборот, на дальнейшее развитие кризиса, может отсутствовать совместная программа действий регуляторов в специальной (кризисной) ситуации. В этой связи важно, основываясь на международной практике, определить, какие минимальные меры должны использоваться на рынке ценных бумаг с тем, чтобы ослабить или даже предупредить кризисы.

МОМЕНТ КРИЗИСА: НЕОБХОДИМЫЕ ДЕЙСТВИЯ РЕГУЛЯТОРА

С 1987 г. (кризис на рынке акций США) усилилось внимание регуляторов и торговых систем к возможности приостановки или закрытия торгов при резких движениях цен, например, при падениях на установленное количество пунктов (circuit breakers, trading halts). После кризиса 1987 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам (США) в качестве пилотного проекта ввела на Нью-Йоркской фондовой бирже различного рода ограничители, снижающие системный риск, прерывающие торговлю или ограничивающие ценовые колебания. Позднее эти ограничители были применены на большинстве торговых систем мира.

Таким образом, как правило, биржевые правила сейчас содержат положения, позволяющие осуществлять приостановку или прекращение торгов при нарушении ценовых лимитов или при движениях цен, превышающих определенное число пунктов соответствующих фондовых индексов. Регуляторам и биржам даются неограниченные полномочия в прекращении торгов на неопределенный срок, если возникает угроза разрушения рынка (например, в связи с нарастанием кредитных рисков в расчетной системе, обслуживающей рынок, форс-мажорными обстоятельствами).

Первая мировая война – все мировые биржи были закрыты к 1 августа 1914 г. (фондовые биржи вновь открылись в Нью-Йорке в декабре 1914 г., в Лондоне – в январе 1915 г., в Париже – в 1915 г., в Берлине – в 1917 г.). В течение Второй мировой войны Нью-Йоркская фондовая биржа не закрывалась, Лондонская фондовая биржа была закрыта только на одну неделю в сентябре 1939 г. (нападение Германии на Польшу).¹⁶² В сентябре 2001 г. в связи с разрушением Всемирного торгового центра Нью-Йоркская фондовая биржа

¹⁶² Taylor Bryan. The Historical Impact of Crises on Financial Markets. Статья размещена в Интернете на сервере www.globalfindata.com.

была закрыта в течение 4 рабочих дней. Крупнейшие европейские и азиатские фондовые биржи не прекращали свою работу.

Несмотря на то, что большинство инвесторов, прежде всего иностранных, считают, что “рынки должны быть открыты всегда” и “не должен быть подорван процесс обнаружения цен”, в 1997-1998 гг. прекращения или ограничения торговли были применены в Аргентине, Бангладеш, Бразилии, Венгрии, Индии, Тайване, Таиланде, США и др.¹⁶³ В этой связи очень важно, чтобы оперативные действия регулятора (комиссии по ценным бумагам, центрального банка) в момент кризиса исходили бы не только из рыночных догм или общепринятых принципов, но и из целесообразности и необходимости сбить панику, остудить рынок.

При крупных падениях рынков и массированном выводе с них капиталов сами участники рынка или даже профессиональные сообщества (саморегулируемые организации, торговые системы), как правило, не в состоянии справиться с ситуацией. В этих случаях необходимы интервенционизм, прямое вмешательство государства, а точнее финансовых регуляторов, действующих от его лица.

Во-первых, должен существовать специальный план действий финансового регулятора в условиях чрезвычайной ситуации. Должно быть дано определение чрезвычайной ситуации, в том числе в связи с масштабным манипулированием на рынке, действиями нерезидентов. Должна существовать система оперативного наблюдения за рынками (как базовых ценных бумаг, так и срочными), которая предполагает постоянное поступление финансовому регулятору текущей информации о состоянии рынка, ее оценку и немедленное выделение информации о наступлении чрезвычайных ситуаций (наподобие существовавшей с начала 1990-х годов в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам (США) системы MarketWatch).

Должна быть создана и встроена в торговые площадки система ограничителей системного риска (автоматические прерыватели торгов (circuit breakers, trading halts), лимиты изменения цены в течение торгового дня, при открытии и т.п. (price limits), маржевые требования (реально на российском рынке появились только весной 2001 г.), механизм специальных котировок, по которым совершаются сделки в случае постоянной несбалансированности ордеров на покупку и продажу, механизм одновременного и параллельного приостановления торговли на рынке базовых ценных бумаг и срочном рынке, введение срочного запрета на продажи без покрытия, если они ранее были разрешены, и т.п.).

Во-вторых, должны быть запущены процедуры координации или совместных действий разных финансовых регуляторов (например, рабочая группа) и обмена информацией между ними. В частности, при утрате объекта регулирования (как это случилось в 1998 г. в отношении российского рынка ценных бумаг) финансовый регулятор обязан ежедневно заниматься антикризисным управлением, создать совместно с крупнейшими эмитентами,

¹⁶³ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets”, November 1999, P.51.

участниками рынка и саморегулируемыми организациями антикризисную рабочую группу, ежедневно добиваться от них конкретных обязательств и мер по восстановлению объема торгов и капитализации, оперативно, внутри дня контролировать динамику рынка.

Рекомендации ориентированы на условия формирующихся рынков (таких как Россия), обладающих крайне ограниченным кругом инвесторов и слабой ресурсной базой внутри страны. Эти рынки могут быстро распадаться, а профессиональные участники – быстро менять область бизнеса, уходить с рынка. В моменты кризиса, в отличие от развитых фондовых рынков индустриальных стран, они обладают повышенной способностью к саморазрушению и, следовательно, требуют более активного вмешательства государства.

В-третьих, финансовый регулятор, кроме обычных процедур внутрисуточной приостановки торгов, должен быть способен рассмотреть более сильные меры, с целью прекращения паники и оттока капиталов (особенно в том случае, если рынок подвергается спекулятивной атаке, манипулированию ценами акций, валюты и срочных инструментов). К ним относятся:

временное закрытие рынков (на день, на несколько дней, а при необходимости - на более длительные сроки). Еще в начале 1990-х годов уставными документами Франкфуртской фондовой биржи было предусмотрено, что совет управляющих может прекращать официальное котирование, если надлежащая торговая деятельность на фондовой бирже не может быть гарантирована. Правлению Австралийской фондовой биржи разрешалось объявлять чрезвычайную ситуацию и приостанавливать торговые сессии на определенный период, но не более чем на 21 день,¹⁶⁴

интервенция государства на рынке ценных бумаг и срочном рынке. Была впервые применена Гонконгом (август 1998 г.), когда Hong Kong Monetary Authority в качестве финансового регулятора использовал (при спекулятивной атаке на свои валютный, фондовый и срочные рынки) валютные резервы для скупки акций и противодействия игре на понижение на срочном рынке и, как результат, предотвратил падение рынка. При этом акции, приобретенные в результате интервенции, собственником которых стало государство, были переданы в специально образованный фонд "Exchange Fund Investment Ltd" с целью коммерческого управления ими, дальнейшей приватизации или перепродажи частным инвесторам активов фонда. Гонконг подвергся резкой критике со стороны международного инвестиционного сообщества. Интересно, что подобный необычный механизм вмешательства государства в момент кризиса на рынке корпоративных ценных бумаг использовался регулятором в дореволюционной России. «Министерством финансов впервые был создан синдикат банков под главенством и на средства Государственного банка для организации противодействия падению курсов акций промышленных предприятий в период кризиса XX в. Банковские синдикаты впоследствии создавались неоднократно. Последний из них действовал в 1912 г.

¹⁶⁴ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). "Mechanisms to Enhance Open and Timely Communications Between Market Authorities of Related Cash and Derivatives Markets During Periods of Market Disruption", Appendix 1, October 1993.

Каждый синдикат действовал в течение нескольких лет. Такая практика поддержки государством интересов финансового капитала, не известная в то время другим странам, подвергалась критике со стороны той части банкиров и промышленников, которые такую помощь не получали. Они называли подобные синдикаты «биржевой Красный Крест»;¹⁶⁵

срочное введение ограничений на движение средств по счету капиталов. Соответствующие меры (также вызвавшие резкую критику) были применены, например, Малайзией в 1997 г. в связи со спекулятивными атаками на внутренний финансовый рынок (оперативное введение ограничений на репатриацию средств от продажи ценных бумаг на внутреннем рынке, запрещение внутренних кредитов иностранным финансовым институтам и др.);

борьба с манипулированием, масштабными спекулятивными атаками при либерализованном режиме счета капиталов. В том случае, если кризис на фондовом рынке вызван манипулятивными атаками, прежде всего, со стороны спекулятивных иностранных инвесторов, комиссия по ценным бумагам могла бы осуществлять координацию деятельности профессиональных участников, играющих на повышение, создать под контролем финансового регулятора пул, обеспечивающий рост курсовой стоимости и активности на рынке до его стабилизации на новом ценовом и объемном уровне, позволяющем говорить о существовании рынка акций в стране. Подобные действия, учитывая масштабы бегства капиталов из страны, необходимо оценивать как разрешенные, правомерные виды манипулирования, восстанавливающие искусственно нарушенные (массовым уходом иностранных инвесторов) рыночные условия. К подобным действиям прибегают центральные банки всех стран, проводя валютные интервенции или осуществляя операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами. К недавнему примеру такого манипулирования можно отнести совместные действия участников Нью-Йоркской фондовой биржи при ее открытии 17 сентября 2001 г., после 4-дневного перерыва, вызванного террористическим актом 11 сентября в Манхэттене. Была достигнута договоренность группы брокеров-дилеров поддерживать рынок, не играть на понижение (короткие продажи), ограничивать исполнение приказов клиентов на сделки с крупными партиями, пропагандировалась непатриотичность сброса акций. Кроме того, эмитентам была максимально облегчена покупка своих собственных ценных бумаг для поддержания их курса.¹⁶⁶

В-четвертых, логика и этика действий финансового регулятора в период кризиса состоит также в том, чтобы в трудное время не добавлять плохих новостей. Когда фондовый рынок разрушен, комиссия по ценным бумагам не должна предпринимать неожиданные действия, затрагивающие основы рынка, создавать ими рыночные шоки (как это происходило в России осенью 1998 г. в связи с действиями Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг).

ПОСЛЕКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД: НЕОБХОДИМЫЕ ДЕЙСТВИЯ РЕГУЛЯТОРА

¹⁶⁵ Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России. Очерки истории. – М.:ФИД «Деловой экспресс», 2001. – С.83.

¹⁶⁶ Коммерсант. – 2001. – 18 сентября 2001. – С. 1.

Программа антикризисного управления. Сама природа формирующихся рынков ценных бумаг, острая экономическая и политическая нестабильность, свойственная переходным и развивающимся экономикам, предполагают высокие значения рыночного риска. В этой связи необходимо, чтобы официальная политика восстановления и развития фондового рынка, принятая государством, предусматривала набор мер по снижению рыночного риска.¹⁶⁷

разработку программы антикризисного управления (регулирования) в качестве официального документа, предусматривающего ряд последовательных в среднесрочной перспективе мер государства (финансового регулятора), направленных на сокращение рыночного риска, а также план действий в чрезвычайных ситуациях (при наступлении крупного рыночного риска);

в части макрофинансовой политики – должна быть проведена оценка сценариев развития и курсовой динамики финансового рынка при различных вариантах финансово-кредитной политики, включая валютную, денежную, бюджетную и процентную составляющие, режим счета капиталов (степень и формы либерализации, наличие ограничений на движение капиталов и т.д.), баланс обязательств и активов страны в целом, требования к финансово-кредитной политике, которые исключали бы накопление краткосрочных требований к стране, возникновение спекулятивного роста цен на финансовые активы;

реструктурирование и развитие индустрии ценных бумаг с целью снижения рисков, присущих фондовому рынку, перестройка тех элементов архитектуры фондового рынка, которые несут особенно высокие рыночные риски, пополнение капиталов брокерско-дилерских компаний и банков, занятых в фондовом бизнесе, более осторожное введение и развитие рынков срочных контрактов, предусматривающее оценку решений финансового регулятора в этой области с точки зрения того, накапливается ли, остается постоянным или снижается рыночный риск. Вместе с тем любая программа восстановления и развития рынка, обеспечивающая повышение его эффективности, прозрачности, степени защиты прав инвесторов, реструктурирование, рост объема и доли долгосрочных ресурсов и т.д., объективно направлена на снижение системного риска;

создание системы мониторинга и оценки рыночного риска, которая давала бы возможность, основываясь на «сигналах раннего предупреждения», принимать корректирующие меры до того, как начнется и приобретет необратимый характер падение рынков (в первую очередь, оценка вероятности накопления в экономике краткосрочных обязательств, снижения ее ликвидности, спекулятивных атак и краткосрочных оттоков капитала), укрепление информационной прозрачности рынка в части, относящейся не к

¹⁶⁷ Ряд мер, приведенных ниже, рекомендованы в следующих международных документах: Financial Stability Forum. “Report on the Working Group of Capital Flows”, 2000, April 5; International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets” (Emerging Markets Committee), November 1999.

отдельным экономическим агентам, а к финансовому состоянию и рискам экономики в целом, исследование и рекомендация лучших международных практик в области антикризисного управления финансовыми рынками, развитие программ информационного обмена между финансовыми регуляторами, постепенное создание на этой основе системы риск-менеджмента для предупреждения и ослабления будущих кризисов;

создание институциональной структуры, задачей которой было бы антикризисное управление финансовыми рынками. С этой целью возможно формирование рабочей группы по антикризисному управлению из представителей финансовых регуляторов, операторов рынка, независимых исследователей, присоединение к международным рабочим группам и комитетам, созданным с этой целью. Определение порядка координации и последовательности действий финансовых регуляторов при наступлении чрезвычайных ситуаций на финансовых рынках;

развитие рынков корпоративных облигаций, которые являются стабилизирующим элементом в сравнении с рынками акций и валютными рынками (на азиатских рынках, подвергшихся кризису в 1997 г., как и на российском рынке, корпоративные облигации практически отсутствовали, что делало либерализованные валютные рынки и рынки акций более неустойчивыми).

ГЛАВА 9. ОСНОВЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ СРОЧНОГО РЫНКА

9.1. ПРИНЦИПЫ И ЦЕЛИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ПРОИЗВОДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

ПРИНЦИПЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ПРОИЗВОДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Законодательство о производных инструментах варьируется от страны к стране, в зависимости от правовой системы, культуры и характера срочного рынка. Вместе с тем основные принципы регулирования производных инструментов являются в международной практике общепризнанными. Большинство стран, имеющих рынки производных инструментов, приняло эти принципы регулирования.¹⁶⁸

Данные принципы могут быть интегрированы в национальное законодательство, в нормативные акты, принимаемые органами, ответственными за регулирование срочного рынка, в рыночные правила и практику, или, что чаще всего встречается, они могут быть использованы с помощью сочетания всех этих трех способов. Ответственность за регулирование в разных странах может распределяться по-разному между одним или несколькими государственными регулятивными органами и саморегулируемыми организациями. Более того, и сами способы применения некоторых принципов могут широко варьироваться. Таким образом, страны обладают значительной гибкостью для разработки своего законодательства, регулирующего производные инструменты. Однако для того, чтобы система регулирования срочных рынков конкретной страны могла адекватно функционировать, а ее рынки пользоваться доверием международных участников рынка, она должна принять и эффективно применять рассмотренные ниже принципы.

Ниже кратко описываются экономические цели создания рынков производных инструментов и цели их регулирования. Из указанных целей естественным образом следуют принципы регулирования. Их характеристика включает не только описание принципов, но и способы их реализации.

ЦЕЛИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ПРОИЗВОДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

¹⁶⁸ См. доклад “Report on the International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries”, December 1996, подготовленный Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO); доклад Комиссии США по торговле товарными фьючерсами (U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC) “Exchange-Traded Derivatives in Developing Capital Markets”, 1999. Указанные документы содержат подробные обзоры режимов регулирования в большинстве стран, в которых существуют рынки производных финансовых инструментов.

Принципы регулирования производных инструментов вытекают из потребности в реализации экономических целей срочных рынков. Эти рынки служат следующим целям:

перенос рисков для хеджирования;

выявление цен, относящихся к наличному рынку товаров, лежащих в основе производных инструментов.¹⁶⁹

Производные инструменты включают фьючерсы и опционы, которыми торгуют на биржах, а также производные, которыми торгуют на внебиржевом рынке (over-the-counter market). Используя производные инструменты, коммерческие предприятия могут хеджировать свои риски, связанные с будущими изменениями цен на физические товары, изменениями процентных ставок, валютных курсов, динамикой курсов ценных бумаг, колебаниями фондовых индексов, а также цен или ценовых индексов, основанных на других продуктах, лежащих в основе производных инструментов. Централизованные рынки производных позволяют выявить преобладающую цену на товары или финансовые инструменты, ставшие базисом для производных, с тем, чтобы обеспечить их поставку в любое время в будущем, тем самым облегчая планирование и коммерческие операции компаний.

Основную выгоду от реализации целей переноса рисков и обнаружения цены получают коммерческие предприятия. Вместе с тем опыт показывает, что чрезвычайно важно дать возможность и спекулянтам, так же как и коммерческим предприятиям, быть участниками срочных рынков с тем, чтобы такие рынки обладали достаточной для их успешного функционирования ликвидностью.

Регулирование в сфере производных инструментов призвано обеспечить реализацию связанных с ними экономических целей на основе законного, эффективного и прозрачного функционирования срочных рынков. Регулирование должно создавать условия для защиты участников таких рынков и снижения системного риска. Так, законодательство **США** о производных инструментах (Закон о товарных биржах США 1974 г. с изменениями и дополнениями, раздел 3(a) (Commodity Exchange Act of 1974, as amended ("CEA), Section 3(a)) определяет, что нормы закона призваны расширять и защищать возможности срочных рынков в выполнении своих функций "через систему эффективного саморегулирования торговых и клиринговых систем, участников срочного рынка и профессионалов, работающих в этой области, под надзором Комиссии».¹⁷⁰

¹⁶⁹ Как указано в законодательстве США о производных финансовых инструментах, последние "предоставляют... средства для управления и принятия ценовых рисков, выявления цен или распространения ценовой информации посредством торговли ликвидными, законными и финансово обеспеченными инструментами". Закон о товарных биржах США 1974 г. с изменениями и дополнениями, Раздел 3(a) (Commodity Exchange Act of 1974, as amended ("CEA), Section 3(a).

¹⁷⁰ Речь идет о Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity

Дополнительными целями законодательного регулирования являются «предотвращение манипулирования ценами или иных нарушений целостности и честности рынка; обеспечение финансовой целостности всех сделок, регулируемых данным Законом, и избежание системного риска; защита всех участников рынка от мошеннической практики продаж финансовых продуктов или иных злоупотреблений при продажах, а также использования активов клиентов не в их интересах; содействие внедрению инноваций в качестве ответственных решений, а также добросовестной конкуренции между фондовыми биржами, другими рынками и участниками рынка».

Эти цели были признаны не только в США, но и в международном масштабе.¹⁷¹

9.2. МЕХАНИЗМ РЕГУЛИРОВАНИЯ ПРОИЗВОДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

ВОЗМОЖНОСТЬ ПРИНУДИТЕЛЬНОГО ИСПОЛНЕНИЯ КОНТРАКТОВ ПО ПРОИЗВОДНЫМ ИНСТРУМЕНТАМ

Признание договорных прав и наличие системы судов или других судебных органов, способных эффективно обеспечить принудительное исполнение таких прав, являются фундаментальными условиями для законодательства о производных инструментах. Без этих элементов рынки производных функционировать не могут. По этой причине законодательство о производных инструментах должно включать в себя следующие принципы:

законодательство о производных инструментах должно прямо устанавливать законность контрактов по производным финансовым инструментам;

Futures Trading Commission, CFTC), которая является государственным органом, регулирующим этот сегмент финансового рынка.

¹⁷¹ Как указывалось выше, в сентябре 1998 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) одобрила доклад, озаглавленный "Цели и принципы регулирования ценных бумаг" ("Objectives and Principles of Securities Regulation"). IOSCO подчеркнула, что принципы регулирования ценных бумаг, включенные в доклад, применяются к рынкам производных финансовых инструментов, когда это явствует из контекста. В этом же документе IOSCO указала, что тремя целями регулирования являются "защита инвесторов, обеспечение законности, эффективности и прозрачности рынков, снижение системных рисков". Id. at i.

должно быть также прямо установлено, что контракты по производным инструментам не подчиняются положениям любого законодательства, запрещающего или регулирующего азартные игры;

законодательство о производных должно предусматривать, что сторона контракта, касающегося производных инструментов, может принудительно исполнить такой контракт в суде, который может принять решение о возмещении убытков, вызванных неисполнением такого контракта;

должны существовать беспристрастные и уважаемые судебные органы с эффективными полномочиями на осуществление принудительного исполнения, в которые могут обратиться частные стороны судебных процессов с требованием принудительного исполнения контрактов.

Разработчики законодательства о производных инструментах должны рассмотреть вопрос о целесообразности введения ограничений в отношении того, кто может быть стороной контрактов по производным инструментам, какими могут быть продукты, на основе которых могут заключаться такие контракты, и на каких рынках они могут торговаться.

Стороны сделок. Большинство участников рынков производных инструментов – коммерческие предприятия, использующие данный рынок для хеджирования, или спекулянты, имеющие значительный опыт работы в финансовой сфере и с активами. В целом, помимо названных участников срочного рынка, в нем обычно разрешено участвовать и розничным клиентам (т.е. индивидам, не владеющим значительными активами).

Однако розничным клиентам требуется бóльшая степень защиты со стороны регулятивных органов от мошенничества и других злоупотреблений, чем более опытным трейдерам. В большинстве стран законодатель вместо ограничения участия розничных клиентов на срочных рынках установил, что такие лица должны участвовать в рынках через посредников – брокеров по фьючерсам, деятельность которых регулируется. Тем самым розничным клиентам предоставляется адекватная правовая защита их интересов.

Кроме того, розничным клиентам может быть запрещено участвовать в сделках на тех рынках производных инструментов, которые не подлежат полному регулированию. Например, сделки с производными на внебиржевых рынках обычно подлежат меньшему регулированию, чем на биржах, поэтому многие страны, включая США, ограничивают или запрещают участие розничных трейдеров в торгах на внебиржевом рынке. Могут быть ограничены сделки розничных трейдеров и на тех срочных биржах, которые действуют по схеме "принципал-принципал", то есть без посредников. На таких биржах сделки могут заключаться между институциональными инвесторами, а также частными лицами с крупным чистым капиталом.

В итоге, в законодательство должны интегрироваться следующие принципы, касающиеся сторон контрактов по производным инструментам:

розничные клиенты должны участвовать в сделках с производными инструментами через посредника, деятельность которого регулируется;

розничные клиенты не должны участвовать в сделках на нерегулируемых рынках ПФИ, таких, как внебиржевые рынки.

Продукты. Различные проблемы регулирования, относящиеся к производным инструментам, могут возникнуть в зависимости от характера продукта, лежащего в их основе. Торгуемый на бирже контракт, предусматривающий поставку физического продукта с фиксированным сроком поставки, подвержен риску рыночного манипулирования или искажения цены, в отличие от контракта в отношении финансового инструмента с практически нефиксированным сроком поставки или контракта, предусматривающего вместо поставки расчеты денежными средствами.

С тем, чтобы учесть эти особенности в процессе регулирования рынка, в некоторых юрисдикциях требуется разрешение регулятивных органов на создание контрактов на производные по каждому из продуктов, лежащих в их основе. По крайней мере, биржи должны нести ответственность за то, чтобы контракты были сконструированы таким образом, чтобы минимизировать риски манипулирования.¹⁷² В ряде юрисдикций запрещены производные инструменты по некоторым продуктам, которые могли бы являться базисным активом, с тем, чтобы не допустить манипулирования на кассовом рынке данных продуктов. Например, в США по причинам исторического характера нельзя торговать фьючерсными контрактами на лук, а торговля фьючерсами на индивидуальные акции конкретных компаний была разрешена только недавно.

Соответственно, в законодательство о срочных рынках должен быть включен следующий принцип:

контракты по производным инструментам, торгуемым на биржах, должны быть сконструированы таким образом, чтобы минимизировать их подверженность риску манипулирования.

Рынки. Для организации обращения производных продуктов обычно разрешается создавать рынки с системой «открытого выкрика» (голосовые торги проводятся в биржевом зале), электронные рынки и внебиржевые рынки. В отношении электронных рынков могут быть введены специальные регулятивные требования. Эти требования относятся к операционной способности, надежности и безопасности торговой системы¹⁷³ и не применяются к рынкам, основанным на системе «открытого выкрика».

¹⁷² См. Tokyo Communiqué on Supervision of Commodity Futures Markets, Annex A: Guidance on Standards of Best Practice for the Design and/or Review of Commodity Contracts (October 1997); IOSCO Technical Committee, Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts (December 1999).

¹⁷³ См. Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for

Различный объем регулирования может применяться к рынку в зависимости от того, является ли он биржевым или внебиржевым. Биржи производных инструментов должны быть лицензированы, в большинстве стран их деятельность активно и широко регулируется. В то же время внебиржевой рынок обычно не регулируется или регулируется в очень ограниченной мере. По этой причине доступ на внебиржевой рынок разрешен только профессиональным участникам рынка, или же на нем разрешена торговля только определенными продуктами.¹⁷⁴

Дело в том, что внебиржевой срочный рынок труден для регулирования. Торговля не централизована, как это делается на бирже, которая одновременно может действовать в качестве саморегулируемой организации. Доступ к информации на рынке о его участниках затруднен, а факт совершения сделки установить нелегко. Соответственно, национальная практика регулирования внебиржевых рынков производных инструментов должна учитывать следующие принципы:

при проведении сделок на внебиржевом рынке должны быть исключены мошенничество и манипулирование;

розничные клиенты не должны участвовать в сделках на внебиржевом срочном рынке;

главный акцент в регулировании внебиржевого срочного рынка должен быть сделан на надзоре за поставщиками финансовых услуг, которые по своему статусу подлежат регулированию, являясь при этом активными участниками внебиржевых сделок;

поставщики финансовых услуг должны предоставлять информацию в регулятивные органы, раскрывающую их позиции на внебиржевом срочном рынке и других рынках.

США недавно приняли законодательство, которое создает разные уровни регулирования в зависимости от продукта, лежащего в основе производных инструментов (сельскохозяйственная продукция, финансовые продукты, металлы или энергия), характера участников рынка (розничные клиенты, коммерческие предприятия, институциональные инвесторы или состоятельные частные лица), и типа рынка (внебиржевой, электронный или рынок, основанный на системе «открытого выкрика»; рынок, базирующийся на посредниках, или рынок, функционирующий по схеме "принципал-принципал").¹⁷⁵ Такая сложная схема регулирования вовсе не обязательна для обеспечения адекватности регулирования. Тем не менее, новый американский подход иллюстрирует гибкость, которой обладает законодатель при формировании системы регулирования, при этом соблюдая основные

Derivatives Markets (October 2000), принятые Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

¹⁷⁴ См. Regulation of Over-the-Counter Derivatives Transactions-Survey (1999), исследование проведено и документ выпущен в Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC).

¹⁷⁵ Commodity Futures Modernization Act of 2000 (December 2000), вносящий изменения в Commodity Exchange Act of 1974.

принципы, необходимые для защиты целостности торговли производными инструментами.

РЕГУЛЯТИВНАЯ СТРУКТУРА

Рынки производных инструментов обычно регулируются комбинацией регулятивных и саморегулируемых организаций. Как показано ниже, один или несколько государственных или квази-государственных регулятивных органов должны осуществлять надзор за регулятивной структурой, которая, в свою очередь, выстроена на основе саморегулирования, осуществляемого срочными биржами, клиринговыми организациями и посредниками.

Регуляторы. Схема регулирования производных инструментов предусматривает, что один или несколько независимых государственных или квази-государственных органов несут ответственность за надзор над срочными рынками и за принудительное исполнение законодательных и подзаконных нормативных актов о производных инструментах. Законодательство о производных инструментах должно включать следующие принципы, относящиеся к регулятивным органам.¹⁷⁶ Регулятор или регуляторы должны:

быть по статусу государственными или квази-государственными;

быть независимыми от политического и коммерческого влияния для того, чтобы обеспечить беспристрастное, последовательное и справедливое регулирование рынков;

обладать полномочиями на выдачу лицензий срочным биржам, посредникам, специализирующимся в области операций с производными инструментами, а также лицензий на ведение клиринговой деятельности по производным;

обладать полномочиями, которые бы давали возможность разрешать или не разрешать срочным биржам вводить определенные виды контрактов на производные инструменты, либо требовать от бирж внесения изменений в такие контракты или прекращения торговли ими, если окажется, что они допускают возможности манипулирования;

иметь полномочия осуществлять надзор за деятельностью по саморегулированию, ведущейся биржами производных инструментов, а также за клиринговой деятельностью по производным и операциями посредников в сделках с производными. Среди этих полномочий должно быть право получать необходимую информацию через отчетность, проверки и расследования;

¹⁷⁶ Эти принципы выделены на основании положений Commodity Exchange Act of 1974, регулятивных документов Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC), а также доклада Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) "Objectives and Principles of Securities Regulation" (September 1998) и других источников.

обладать полномочиями осуществлять наблюдение за рынками и предпринимать необходимые действия в случае возникновения чрезвычайных ситуаций на рынках;

иметь необходимые полномочия для принудительного исполнения законодательных и подзаконных нормативных актов в отношении производных инструментов, а также располагать адекватными ресурсами для эффективного осуществления таких полномочий;

быть способными обеспечивать принудительное исполнение посредством судебных и/или административных разбирательств;

осуществлять координацию своих действий, сотрудничать и обмениваться информацией с органами, регулирующими кассовые рынки, на которых обращаются базисные активы, а также с регулирующими органами других юрисдикций.¹⁷⁷

Биржи производных инструментов. Биржи производных инструментов должны нести значительные обязанности по саморегулированию. В этой связи регулирование бирж производных инструментов должно соответствовать следующим принципам.¹⁷⁸ Указанные биржи должны:

получать разрешение на свою деятельность от регулятивных органов только после того, как будет установлено, что эти биржи способны выполнять свои обязанности по саморегулированию;

соблюдать законодательные и нормативные акты о производных инструментах и выполнять их посредством деятельности по саморегулированию;

иметь возможность определять и предотвращать рыночное манипулирование, искажение цен и срывы поставок или денежных расчетов. Для этого биржи должны осуществлять наблюдение за рынком и мониторинг трейдинга. Они должны разрабатывать такие виды контрактов на производные инструменты, которые не были бы легко подвержены манипулированию. По некоторым видам контрактов может возникнуть необходимость, чтобы биржа ввела лимиты позиций для спекулянтов;

устанавливать правила, обеспечивающие добросовестную и справедливую торговлю, включая правила, запрещающие мошенничество, совершение сделок на неконкурентной основе и другие злоупотребления в торговой практике. Для предотвращения нарушения

¹⁷⁷ См. документ “Guidance on Information Sharing (November 1998), подготовленный в Техническом комитете Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO Technical Committee).

¹⁷⁸ Выделены на основании ключевых принципов, относящихся к биржам производных инструментов, которые содержатся в разделе 5 Закона о товарных биржах США 1974 г. с последующими изменениями и дополнениями. (Commodity Exchange Act of 1974, as amended (“CEA), Section 5).

правил биржи должны осуществлять наблюдение за торговой практикой. Биржи должны вести учетные записи, включающие детали совершенных сделок, и обеспечивать хранение таких записей для того, чтобы можно было восстановить ход торговли;

представлять собой конкурентный, открытый и эффективный рынок, а также открытый и конкурентный механизм для осуществления сделок. Биржи производных инструментов должны устанавливать правила, которые описывают технологию, порядок и условия исполнения сделок, и поддерживать торговый процесс в соответствии с данными правилами. Экранная торговля должна соответствовать стандартам, установленным в отношении ее целостности, операционной способности и справедливости;¹⁷⁹

устанавливать правила, которые обеспечивают финансовую целостность и честность сделок, проведенных на бирже, включая целостность клиринга и расчетов. Клиринг должен осуществляться через клиринговую организацию, которая, в свою очередь, должна соответствовать стандартам, приведенным ниже. Правила также должны обеспечивать финансовую целостность и честность операций членов биржи и защиту средств клиентов;

предоставлять публике и участникам рынка информацию о своих правилах, контрактах и механизмах заключения и исполнения сделок. Биржи должны публиковать ежедневную информацию о ценах и параметрах торгов;

устанавливать правила, достаточные для того, чтобы биржи могли получать информацию, необходимую для осуществления биржами других функций. В частности, должны обеспечиваться возможность получения информации от членов биржи и участников рынка в отношении крупных позиций, а также способность обмениваться информацией с регулятивными органами;

отчитываться перед регулятивными органами в той степени, в которой это необходимо для осуществления надзора со стороны этих органов, обеспечивать предоставление всей необходимой и полной информации по запросам регуляторов;

иметь чрезвычайные права в тех случаях, когда необходимо ликвидировать открытые позиции, осуществить их трансферт, остановить торги, ввести дополнительный контроль за торгами, выставить специальные требования к участникам рынка о внесении дополнительной маржи;

устанавливать правила, защищающие участников рынка от злоупотреблений посредников, включая правила против злоупотреблений в практике продаж финансовых продуктов и в торговой практике;

¹⁷⁹ См. Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Markets (October 2000), принятые Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

устанавливать дисциплинарные процедуры для наложения взыскания, приостановления деятельности или исключения членов биржи или участников рынка за нарушение правил биржи, законодательных и подзаконных нормативных актов о производных инструментах;

устанавливать процедуры для справедливого разрешения споров между членами биржи и их клиентами;

устанавливать определенные квалификационные стандарты для членов биржи и ее руководящих должностных лиц;

осуществлять подготовку и ведение полного объема учетных записей о своих операциях;

устанавливать запрещение работникам и должностным лицам бирж на использование конфиденциальной информации, полученной ими при выполнении должностных обязанностей, в целях собственной выгоды при торговле производными инструментами.

Клиринговые организации. Клиринговые организации – независимо от того, являются ли они частью биржи производных инструментов или нет, – также должны нести значительный объем обязанностей по саморегулированию. В этой связи регулирование клиринговых организаций должно соответствовать следующим принципам.¹⁸⁰ Указанные клиринговые организации должны:

получать разрешение на свою деятельность от регулятивных органов только после того, как будет установлено, что эти клиринговые организации способны выполнять свои обязанности по саморегулированию;

соблюдать законодательные и нормативные акты о производных инструментах и выполнять их посредством деятельности по саморегулированию;

обладать адекватными финансовыми, операционными и управленческими ресурсами;

принимать стандарты для членов биржи или участников клиринговой организации, необходимые для выполнения функций клиринга, обеспечивать способность к принудительному исполнению стандартов. Пример подобного стандарта - клиринговыми членами могут быть только крупные институты, располагающие значительным чистым капиталом;

¹⁸⁰ Выделены на основании ключевых принципов, относящихся к клиринговым организациям, которые содержатся в разделе 5b Закона о товарных биржах США 1974 г. с последующими изменениями и дополнениями. (Commodity Exchange Act of 1974, as amended (“CEA”), Section 5b).

аккумулировать начальную маржу в адекватном размере. Цена исполнения контрактов по производным инструментам должна приводиться в соответствие с рыночной ценой не менее одного раза в день. Соответственно, ежедневно должна аккумулироваться вариационная маржа в адекватном размере. В периоды высокой волатильности рынка вариационная маржа должна аккумулироваться на внутрисдневной основе;

быть способными управлять клиринговыми рисками;

устанавливать процедуры, необходимые для своевременного и упорядоченного завершения расчетов, вести точные и детальные записи по учету движения денежных средств;

принимать и принуждать к выполнению стандартов, обеспечивающих сохранность средств членов или участников клиринговой организации;

устанавливать правила и процедуры, действующие в случае несостоятельности члена клиринговой организации или ее участника или при невыполнении ими обязательств;

иметь возможность осуществлять мониторинг исполнения правил и обеспечивать их принудительное исполнение, разрешать споры и применять дисциплинарные меры к нарушителям правил;

иметь программу, обеспечивающую должное функционирование автоматизированных систем, наличие у них необходимой мощности и их безопасность;

отчитываться перед регулятивными органами в той степени, в которой это необходимо для осуществления надзора со стороны этих органов, обеспечивать предоставление всей необходимой и полной информации по запросам регуляторов;

осуществлять подготовку и ведение полного объема учетных записей о своих операциях;

предоставлять публике и своим членам или участникам информацию о правилах и операционных процедурах клиринговой организации;

устанавливать запрещение работникам и должностным лицам клиринговых организаций на использование конфиденциальной информации, полученной ими при выполнении должностных обязанностей, в целях собственной выгоды при торговле производными инструментами.

Финансовые посредники. Посредники в торговле производными инструментами - это брокеры, специализирующиеся на производных, которые покупают и продают производные инструменты от имени клиентов, а также консультанты по производным, которые консультируют клиентов по вопросам совершения сделок с производными инструментами. Регулирование посредников (брокеров и консультантов по производным инструментам)

должно соответствовать следующим принципам.¹⁸¹ Указанные посредники должны:

получать разрешение на свою деятельность от регулятивных органов только после того, как будет установлено, что они способны выполнять свои обязанности посредников;

соответствовать начальным требованиям для входа на рынок, установленным в качестве стандартов для посредников. Указанные стандарты должны включать в себя знания в области операций с производными инструментами, знания в части законодательных и подзаконных нормативных актов, относящихся к деятельности посредников по производным инструментам, наличие адекватных финансовых ресурсов, включая минимальный размер капитала, наличие хорошей репутации, включая несудимость, отсутствие наложенных дисциплинарных взысканий, готовность совершать операции в соответствии с этическими требованиями;

соблюдать законодательные и подзаконные нормативные акты и правила таких саморегулируемых организаций, как срочные биржи и клиринговые организации;

подчиняться требованиям в отношении размеров капитала и другим пруденциальным требованиям. Посредники должны направлять периодическую финансовую отчетность регулятивным органам и периодически проходить независимый аудит;

подвергаться мерам дисциплинарного взыскания или отстраняться регулятивными органами от деятельности в качестве посредника за нарушение соответствующего законодательства и подзаконных нормативных актов;

подчиняться кодексам правил поведения, регулирующим их отношения с клиентами;

осуществлять раскрытие всей существенной информации клиентам, включая документированные объяснения, характеризующие уровень потенциальных рисков. Должны быть запрещены злоупотребления в практике продаж клиентам финансовых продуктов, например, искажения информации, распространение рекламных материалов, содержащих такую информацию, неадекватные рекомендации для совершения операций. Кроме того, должны быть запрещены злоупотребления в торговой практике, такие как операции за свой счет и в собственных интересах в опережение приказов, отдаваемых клиентами, фиктивные сделки, совершение сделок на неконкурентной

¹⁸¹ Данные принципы основаны на положениях Закона о товарных биржах США 1974 г. (Commodity Exchange Act of 1974), регулятивных документах Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC), на правилах Национальной фьючерсной ассоциации США (U.S. National Futures Association), а также на положениях доклада Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) "Objectives and Principles of Securities Regulation" (September 1998) и на других источниках.

основе, ненадлежащее объединение приказов клиентов. Двойной трейдинг – т.е. совершение посредником торговых операций за собственный счет и в своих интересах одновременно с операциями за счет клиентов в качестве брокера – должен быть ограничен в меру необходимости;

отделять средства клиентов от своих собственных средств. Должно быть запрещено ненадлежащее использование средств клиентов. Необходимое внимание должно оказываться страхованию клиентов;

выполнять незамедлительно, надлежащим образом и тщательно приказы клиентов. Приказы должны быть должным образом отражены в документации. Неправильное распределение сделок должно быть запрещено;

осуществлять подготовку и ведение полного объема учетных записей о своих операциях, относящихся к счетам клиентов, незамедлительно отчитываться перед клиентами с предоставлением подтверждений сделок и ежемесячных отчетов по счетам;

осуществлять подготовку и ведение полного объема документации о своей деятельности в качестве посредников;

обеспечивать предоставление информации в меру необходимости и по запросам регуляторов и саморегулируемых организаций. Посредники должны подвергаться проверкам со стороны регулятора (регуляторов) и саморегулируемых организаций;

предоставлять информацию по крупным позициям, занятым на рынке их клиентами, регулятивным органам и саморегулируемым организациям;

нести ответственность за надзор за деятельностью своего персонала.

Должны быть установлены правила для защиты клиентов в случае нарушения обязательств посредником или в случае его несостоятельности.

ПРЕДОТВРАЩЕНИЕ МАНИПУЛИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ И ИСКАЖЕНИЙ ЦЕН

Базовым принципом законодательства о производных инструментах является предотвращение манипулирования на рынке и других способов искажения цен. Искусственные цены на контракты по производным инструментам могут приводить к невыполнению срочным рынком своих задач – по переводу рисков и ценообразованию на базовые активы. Поэтому случаи формирования искусственных цен должны быть предотвращены или минимизированы. Ряд принципов регулирования срочного рынка, рассмотренных выше, призван предотвратить или содействовать обнаружению манипулятивных сделок. Вместе с тем, система регулирования должна

учитывать и принципы, специально направленные против манипулирования на срочном рынке:¹⁸²

манипулирование ценами на рынках производных инструментов должно быть запрещено; соответственно, должны быть предусмотрены соответствующие уголовные и гражданско-правовые санкции;

участники рынка, пострадавшие от манипулирования ценами, должны иметь право подавать частные иски против манипуляторов;

регулятивные органы должны иметь обязанности и полномочия для определения, предотвращения и наказания за манипулирование и другой деятельности, направленной на искажение цен, посредством наблюдения за рынком, использования полномочий на проведение расследований и использования правоприменительных процедур;

саморегулируемые организации должны иметь аналогичные обязанности и полномочия в отношении наблюдения и принудительного исполнения правил, направленных против манипулирования и искажения цен;

регулятивные органы и саморегулируемые организации должны иметь чрезвычайные права в случае обнаружения манипулирования или искажения цен;

биржи срочных инструментов должны разрабатывать такие виды контрактов на производные инструменты, которые не были бы легко подвержены манипулированию или искажению цены. Биржи должны обращать специальное внимание на процедуры поставки срочных инструментов и совершения денежных расчетов за них. Кроме того, регулятивные органы должны обладать полномочиями, которые бы давали возможность разрешать или не разрешать срочным биржам вводить определенные виды контрактов на производные инструменты, либо требовать от бирж внесения изменений в такие контракты или прекращения торговли ими, если окажется, что они допускают возможности манипулирования;

¹⁸² Токийская конференция представителей органов, регулирующих рынки товарных фьючерсов, собравшая представителей регуляторов из 16 юрисдикций, (Tokyo Commodity Futures Markets Regulators' Conference) выпустила Токийское коммюнике (Tokyo Communiqué on Supervision of Commodity Futures Markets, (October 1997), которое концентрировалось на реакции регулирующих органов, направленной на определение и предотвращение манипулирования и искажений цен. Коммюнике одобрило Guidance on Standards of Best Practice for the Design and/or Review of Commodity Contracts, а также Guidance on Components of Market Surveillance and Information Sharing. Многие из этих стандартов были одобрены впоследствии Техническим Комитетом IOSCO (IOSCO Technical Committee) в документе Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts (December 1999). Эти стандарты вместе с положениями Закона о товарных биржах США 1974 г. (Commodity Exchange Act of 1974), регулятивными документами Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) легли в основу принципов, рассматриваемых в книге.

регулятивные органы и саморегулируемые организации должны иметь полномочия на получение информации от участников рынка и посредников о занятых крупных позициях на рынке для того, чтобы определять начавшееся манипулирование, искажения цен, возможные срывы рынка или дефолты по финансовым обязательствам. Такая информация должна включать данные не только о позициях, занятых на срочном биржевом рынке, но и о позициях на кассовых рынках базисного товара и позициях по производным инструментам, торгуемым на внебиржевом рынке;

следует рассмотреть возможность введения лимитов позиций для спекулянтов, чтобы уменьшить вероятность манипулирования или искажений цен. Лимиты позиций должны вводиться по срочным контрактам, которые предусматривают поставку физического товара с фиксированным сроком поставки;

должно быть запрещено направление на рынок ложной информации.

ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДОБРОСОВЕСТНОГО И СПРАВЕДЛИВОГО ХАРАКТЕРА ТОРГОВЛИ НА СРОЧНОМ РЫНКЕ

Законодательство о производных инструментах должно обеспечивать добросовестность и справедливость торговли на срочном рынке. Ряд принципов регулирования срочного рынка, рассмотренных выше, призван содействовать соблюдению честного и справедливого характера сделок с производными. Вместе с тем, система регулирования должна учитывать и принципы, непосредственно направленные на предупреждение нарушений добросовестности и справедливости срочного рынка:

биржи производных инструментов должны предоставлять равный доступ на рынок, а также обеспечивать конкурентное и упорядоченное исполнение сделок;

экранные торги должны соответствовать стандартам, обеспечивающим их целостность, справедливость и необходимую операционную способность торговых систем;

биржи производных инструментов должны устанавливать правила, регулирующие торги, осуществлять наблюдение за рынком, нести ответственность за обнаружение и расследование злоупотреблений и нарушений, а также применение дисциплинарных мер к членам и участникам рынка в связи со злоупотреблениями и нарушениями правил;

саморегулируемые организации должны вести подробный учет всех сделок таким образом, чтобы учетные записи могли быть использованы для выявления торговых злоупотреблений и нарушений правил, и такая информация должна быть доступна для регулятивных органов по мере необходимости;

биржи производных инструментов должны предоставлять публике своевременную информацию о рынке, его правилах, условиях контрактов, механизмах осуществления сделок, торгах и ценах;

клиринговые организации должны функционировать эффективно и в соответствии с правилами клиринга, как это было рассмотрено выше.

ЗАПРЕТ НА МОШЕННИЧЕСТВО

Мошенничество при торговле производными инструментами наносит вред участникам рынка, уничтожает экономическую пользу от торговли производными инструментами и подрывает доверие на срочном рынке. Законодательство о производных инструментах должно запрещать мошенничество на срочном рынке. Ряд принципов регулирования срочного рынка, рассмотренных выше, непосредственно направлен на запрещение мошенничества. Кроме того, законодательство о производных инструментах должно включать в себя следующие принципы:

мошенничество в торговле производными инструментами должно прямо запрещаться. Должны предусматриваться уголовные и гражданско-правовые санкции за совершение таких мошеннических действий;

регулятивные органы должны нести ответственность за обнаружение, расследование и наказание мошеннических действий и контролировать соответствующие усилия саморегулируемых организаций;

саморегулируемые организации также должны отвечать за обнаружение и расследование мошеннических действий, а также за наложение дисциплинарных взысканий на своих членов и участников рынка за мошеннические действия. Саморегулируемые организации должны устанавливать правила, запрещающие мошенничество, злоупотребления со стороны членов и участников рынка в торговой практике и практике продаж финансовых продуктов клиентам;

посредники по производным инструментам должны отвечать требованиям о минимальном размере капитала и иметь хорошую репутацию;

деятельность посредников по производным инструментам должна быть подчинена кодексам и правилам поведения, которые бы регулировали отношения между посредниками и клиентами, запрещая мошенничество и другие злоупотребления, требуя адекватного раскрытия информации перед клиентами, защиты средств клиентов и обязывая проявлять должную заботливость при работе с приказами клиентов и их счетами;

посредники по производным инструментам должны быть обязаны предотвращать мошенничество со стороны их работников;

участники рынка должны иметь право выдвигать частные иски в связи с совершенным мошенничеством.

ПОДДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВОЙ ЦЕЛОСТНОСТИ РЫНКА

Одна из важнейших задач законодательства о производных инструментах - обеспечение финансовой целостности сделок с производными инструментами, рынков, клиринговых операций и деятельности посредников. Некоторые из принципов финансовой целостности были рассмотрены выше. Кроме того, законодательство о производных инструментах должно включать в себя следующие принципы:

регулятивные органы должны иметь доступ к финансовой информации саморегулируемых организаций и посредников для того, чтобы обеспечить соблюдение ими стандартов финансовой целостности;

биржи производных инструментов обязаны использовать клиринг для снижения кредитных рисков в проходящих через них сделках;

клиринговая деятельность должна иметь надежное финансовое обеспечение с тем, чтобы выдерживать финансовую нагрузку, связанную с клирингом;

начальная маржа должна аккумулироваться в адекватном размере. Цена исполнения контрактов по производным инструментам должна приводиться в соответствие с рыночной ценой не менее одного раза в день. Соответственно, ежедневно должна аккумулироваться вариационная маржа в адекватном размере. В периоды высокой волатильности рынка вариационная маржа должна аккумулироваться на внутрисдневной основе;

саморегулируемые организации должны установить процедуры для управления крупными экспозициями на риск, рисками дефолта по обязательствам, а также ситуациями срыва рынка;

саморегулируемые организации должны установить минимальные финансовые стандарты для своих членов, требуя от них безусловного выполнения стандартов;

посредники должны удовлетворять минимальным финансовым и пруденциальным стандартам;

средства клиентов должны быть защищены;

регулятивные органы и саморегулируемые организации должны иметь чрезвычайные полномочия в чрезвычайных ситуациях на рынке, например, при высоком уровне волатильности рынка или при крупных дефолтах. Для соответствующих случаев должны быть предусмотрены дневные лимиты изменения цены или "прерыватели" торгов;

регулятивные органы и саморегулируемые организации должны иметь доступ к информации относительно крупных экспозиций на риски;

должны быть приняты и выполняться правила для надлежащего управления ситуацией в случаях дефолтов и наступления несостоятельности;

саморегулируемыми организациями и посредниками должны быть подготовлены и вестись полные и точные учетные записи всех сделок, кроме того, клиентам должны предоставляться своевременные отчеты о сделках и состоянии счетов.

ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНФОРМАЦИОННОЙ ПРОЗРАЧНОСТИ РЫНКА

Для того, чтобы рынки могли функционировать на честной и справедливой основе, участники рынков должны иметь доступ к информации об операциях на рынке и торгах на нем. Кроме того, регулятивные органы и саморегулируемые организации нуждаются в подробной информации о торговой и связанной с ней деятельности для осуществления наблюдения и принудительного исполнения законодательства. Принципы регулирования производных инструментов, обеспечивающие информационную прозрачность рынка, отражены выше и включают следующее:

должен быть обеспечен открытый доступ к законодательству и подзаконным нормативным актам о производных инструментах;

саморегулируемые организации должны своевременно публиковать информацию о своих правилах, спецификациях контрактов и рыночных механизмах, обеспечивающих торговлю и клиринг;

данные торгов, включая цены, объемы и открытые позиции, должны своевременно публиковаться срочными биржами;

саморегулируемые организации должны вести подробный учет всех сделок таким образом, чтобы можно было реконструировать торги для выполнения правил и запретов против мошенничества, торговых злоупотреблений и манипулирования;

посредники должны вести подробные учетные записи, относящиеся к операциям клиентов и торгам;

посредники должны незамедлительно информировать клиентов об их позициях и сделках, направляя им подтверждения и регулярные отчеты о состоянии счетов;

саморегулируемые организации и посредники должны осуществлять подготовку и ведение подробных учетных записей о всех своих операциях;

учетные записи, сделанные саморегулируемыми организациями и посредниками, должны быть доступны для регулятивных органов при выполнении последними своих функций регулирования;

отчеты по крупным позициям на рынке должны предоставляться регулятивному органу и саморегулируемой организации, и трейдеры, проводящие крупные сделки, должны выполнять требования о предоставлении дополнительной информации и инспекции записей и журналов со стороны регулятивного органа;

регулятивные органы и саморегулируемые организации должны обмениваться информацией друг с другом и другими регулятивными органами и саморегулируемыми организациями в той мере, в которой это необходимо для исполнения законодательства и предотвращения срывов рынка, которые могут возникнуть в связи с крупными дефолтами и другой деятельностью, способной привести к финансовой нестабильности;

посредники должны раскрывать всю существенную информацию клиентам, включая направление письменных отчетов о потенциальных рисках.

ДОСТУПНОСТЬ ФОРУМА ДЛЯ УРЕГУЛИРОВАНИЯ СПОРОВ

Представляется важным, чтобы споры, касающиеся торговли производными инструментами, были урегулированы справедливым и законным образом. Законодательство о производных инструментах должно предусматривать один или несколько форумов для урегулирования частных споров, принудительного исполнения контрактов, предотвращения или наказания мошенничества или манипулирования и принудительного исполнения законодательства, нормативных актов и правил, касающихся производных инструментов. Принципы, относящиеся к урегулированию споров, включают в себя:

должны существовать беспристрастные и уважаемые суды, обладающие эффективными полномочиями, в которые могут обращаться частные стороны спора для принудительного исполнения контрактов, касающихся производных инструментов;

регулятивные органы должны иметь возможность подавать иски и предпринимать иные действия для принудительного исполнения законодательных и подзаконных нормативных актов посредством судебных или административных разбирательств;

биржи производных инструментов должны установить процедуры для справедливого разрешения споров между членами биржи и их клиентами;

клиенты должны иметь должный доступ к судебным/арбитражным/третейским органам для разрешения споров с их посредниками;

участники рынка должны обладать правом подачи частных исков в отношении манипулирования и мошенничества в соответствующий суд;

биржи производных инструментов должны установить дисциплинарные процедуры для принудительного исполнения их правил членами бирж и участниками рынка.

ГЛАВА 10. ВАЛЮТНЫЕ И УНИВЕРСАЛЬНЫЕ БИРЖИ В СИСТЕМЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

10.1. ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОЛИТИКА НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ, АНТИКРИЗИСНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ БИРЖИ

В любом государстве валютное регулирование должно жестко увязываться с потребностями национальной экономики, особенностями ее развития в конкретный период. Методы и формы валютного регулирования должны быть адекватны ситуации, складывающейся в национальной экономике на современном этапе. Российский и международный опыт (Турция, Аргентина, Малайзия) показывает, что степень открытости валютного рынка и особенно степень либерализации движения капитала должны определяться не стремлением подогнать устройство финансовой системы под готовые образцы развитых стран, а вполне прагматическими соображениями.

Финансовые кризисы последних лет подтверждают повышение уязвимости даже развитых рыночных экономик в условиях дерегулирования внутреннего финансового рынка. Так, дерегулирование финансового рынка в США привело к выводу из-под общественного контроля важнейших отраслей экономики и породило «экономику казино», ярким примером которой могут служить проблемы компании Enron, поставившие американский рынок перед угрозой системного кризиса.

В России за последние годы была создана успешно действующая система регулирования валютного рынка, ядром которой стал институт валютных бирж. Сегодня организованный (биржевой) валютный рынок позволяет обеспечить:

- высокую степень информационной прозрачности рынка, предотвращение недобросовестных действий со стороны его отдельных участников и устранение угрозы манипулирования валютным курсом;
- возможность оперативного вмешательства центрального банка в ход торгов с целью управления курсом национальной валюты в кризисные периоды;
- гарантию проведения расчетов по сделкам и возможность участникам рынка заключать сделки по наилучшей цене;
- фиксацию справочных курсов валюты, необходимых для ведения отчетности.

Посредством валютных бирж государство стремится обеспечить стабильность рыночного курса национальной валюты. Это происходит как путем принятия и совершенствования валютного законодательства (например, введение процента обязательной продажи экспортной выручки), так и посредством валютных интервенций центрального банка. Валютная биржа играет ключевую роль, предоставляя регулирующим органам возможность эффективно управлять валютным курсом с помощью рыночных методов.

В странах Западной Европы и Америки в начале 70-х годов валютные биржи стали одним из основных элементов создаваемой антикризисной системы государственного регулирования финансового рынка и контроля за

валютными операциями. При этом на валютных биржах осуществлялись не только конверсионные операции, связанные с экспортно-импортной деятельностью, но и операции, обеспечивающие движение капитала.

Биржевой валютный рынок позволяет существенно снизить издержки для всех групп участников. Так государство в лице регулирующих органов получает возможность оперативного управления валютным курсом, для которого, в противном случае, потребовалось бы создать и поддерживать дорогостоящую систему информационного мониторинга и надзора.

В свою очередь, непосредственные участники при работе на биржевом валютном рынке получают не только гарантии исполнения сделок, но и в целом возможность минимизации своих транзакционных издержек. Постоянные исследования рынка показывают, что биржевые комиссионные составляют наименьшую часть конверсионных транзакционных издержек участников внешнеэкономической деятельности, а снижение биржевых комиссий не приводит к сокращению тарифов коммерческих банков.

Наличие в стране валютной биржи значительно сокращает общий уровень финансовых рисков в банковской системе России, что, в частности, позволяет более эффективно противодействовать валютным кризисам и бороться с их последствиями. Вместе с тем, следует учитывать, что создание и развитие биржевого валютного рынка требует долгосрочной и планомерной программы действий, а его организацию нельзя отнести к числу оперативных антикризисных мероприятий, поскольку это невозможно сделать в сжатые сроки.

В современных российских условиях относительная стабилизация внутреннего финансового рынка после острого кризиса — еще не повод для отказа от поддержания и развития биржевой торговли валютой, поскольку национальная денежная единица еще слаба, а ее курс по-прежнему зависит от внешнеэкономической конъюнктуры.

ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ БИРЖЕВЫХ ВАЛЮТНЫХ РЫНКОВ

Наличие иностранных валют и отсутствие единого платежного средства, которое можно было бы использовать в качестве международного средства обращения при расчетах во внешней торговле, по кредитам, инвестициям, межгосударственным платежам и т.д., предопределяют необходимость обмена одной валюты на другую. Такой обмен происходит на валютном рынке.

Валютный рынок — это система экономических отношений, представляющая собой осуществление операций по купле-продаже иностранной валюты (а в некоторых случаях — ценных бумаг в иностранной валюте и срочных контрактов на иностранную валюту), а также операций по инвестированию валютного капитала. Именно на валютном рынке происходит согласование интересов продавцов и покупателей валютных ценностей.

Валютный рынок — один из крупнейших секторов мирового финансового рынка. По оценкам специалистов, его ежедневный оборот составляет свыше 1,5 трлн. долларов США, поэтому вполне закономерно, что самой торгуемой в мире валютой является американский доллар. За ним, согласно данным Банка международных расчетов (Bank for International Settlements) — за 2000 г., следовали немецкая марка, японская иена, британский фунт стерлингов, французский франк, швейцарский франк, канадский и австралийский доллары и, наконец, евро.

Валютные рынки в современном понимании сложились в конце XIX в. Этому способствовали следующие предпосылки: развитие международных экономических связей, широкое распространение кредитных средств в международных расчетах, усиление концентрации и централизации банковского капитала и быстрое совершенствование средств связи.

Роль валютного рынка в экономике определяется его функциями:

- обслуживание международного оборота товаров, услуг и капиталов;
- формирование валютного курса под влиянием спроса и предложения;
- механизм защиты от валютных рисков и приложения спекулятивных капиталов;
- инструмент государства для целей денежно-кредитной и экономической политики.¹⁸³

Современный валютный рынок — динамично развивающаяся система, чутко реагирующая на последние достижения экономической мысли и программно-технические разработки.

Инфраструктура любого финансового рынка в значительной степени обусловлена теми целями и задачами, на решение которых ориентирован тот или иной рынок. Применительно к финансовому рынку термин «инфраструктура» используется в разных значениях. Чаще всего под инфраструктурой рынка понимают учреждения, фирмы, компании всех видов собственности, обеспечивающие взаимодействие между субъектами рыночных отношений. Между тем инфраструктура финансового рынка включает всю банковскую систему, фондовые биржи, *валютные биржи*, брокерские и страховые компании, аудиторские фирмы.¹⁸⁴

Инфраструктуру рынка определяют и через те вспомогательные его элементы (виды деятельности), которые непосредственно обеспечивают проведение финансовых операций. Причем применительно к финансовому рынку слово «обеспечивают» означает «обеспечивают с заданным уровнем надежности (риска)». Такое уточнение в полной мере обосновывает необходимость наличия развитой в той или иной степени инфраструктуры в любом сегменте современного финансового рынка, которая в свою очередь требует нести необходимые издержки по ее содержанию.¹⁸⁵

Если рынок с помощью соответствующей инфраструктуры не предоставляет участнику приемлемого механизма защиты от рисков, одним из которых на валютном рынке, как правило, является риск невыполнения контрагентом своих обязательств, то цена на таком рынке будет в значительной степени зависеть от того, с каким контрагентом заключается сделка. Едва ли можно назвать финансовым рынком среду, где нет единой цены и отсутствует ликвидность.

Такого рода стихийность неорганизованного валютного рынка чревата резкими колебаниями курса национальной валюты. Необходимость устранить подобные недостатки вызвала потребность в развитии организованных рынков в виде бирж и иных торговых систем в противовес рынкам неорганизованным — межбанковским.

¹⁸³ Биржевое дело. Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. М.: Финансы и статистика, 1999. С.68.

¹⁸⁴ Например, см.: Черный Б.В. Об инфраструктуре современного валютного рынка // Экономика, управление, культура. М., 2000. С.54.

¹⁸⁵ Там же. С.56.

На «молодых», формирующихся рынках, где в силу высоких рисков еще не установлен необходимый уровень доверия между банками, существует развитая специфическая инфраструктура валютного рынка (в частности, в виде валютных бирж), в то время как на относительно «старых» рынках подобная инфраструктура в явном виде отсутствует. Валютные биржи материализуют (организуют) работу базовых элементов инфраструктуры валютного рынка: торговой системы (механизм поиска контрагента), клиринговой и расчетной систем (механизм исполнения сделки).

Валютная биржа — это элемент инфраструктуры валютного рынка, чья деятельность состоит в предоставлении услуг по организации и проведению торгов, в ходе которых их участники заключают сделки с иностранной валютой.

На валютной бирже осуществляется свободная купля-продажа национальных валют исходя из курсового соотношения между ними (котировки), складывающегося на рынке под воздействием спроса и предложения. Этому типу биржи присущи все элементы классической биржевой торговли.

Котировка на валютных биржах зависит от **покупательной способности обмениваемых валют**, которая в свою очередь определяется экономической ситуацией в странах-эмитентах. Операции на валютных биржах основаны на конвертируемости валют, обмениваемых на них. **Конвертируемость валюты** — это возможность обмена денежных единиц одной страны на валюту других стран и на международно признанные платежные средства. Различают свободно конвертируемые, частично конвертируемые и неконвертируемые валюты. **Свободно конвертируемые валюты** могут быть без каких-либо ограничений обменены на иностранные денежные эквиваленты во всех видах операций; они могут выполнять функции резервных валют (доллар США, японская иена, швейцарский франк, английский фунт стерлингов, канадский доллар и др.). **Частично конвертируемые валюты** — это валюты стран, сохраняющих ограничения на некоторые валютные операции в стране и за рубежом. **Неконвертируемыми (замкнутыми) валютами** называют валюты стран, где применяются запреты (или серьезные ограничения) на операции по ее обмену на другие валюты. **Режим конвертируемости** национальной валюты определяется законодательством и устанавливается государством. Страны, являющиеся членами Международного валютного фонда, могут изменять режим конвертируемости национальной валюты только по согласованию с Фондом.

Прямое назначение валютных бирж — определять валютный курс, который представляет собой стоимость иностранной валюты. На бирже как организованном рынке в ходе торгов устанавливается стоимость национальной денежной единицы. Здесь же совершаются сделки в интересах лиц, располагающих средствами в иностранной валюте, полученными от внешнеэкономической деятельности и по иным основаниям, и лиц, которым, напротив, необходима иностранная валюта для их хозяйственной деятельности, но они не располагают самостоятельными источниками ее поступления. Сделки по экспорту и импорту товаров, услуг и результатов интеллектуальной деятельности составляют основу определения стоимости национальной денежной единицы.

Таким образом, **основная задача валютной биржи** состоит не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных валютных ресурсов, в перераспределении их рыночными методами из одних отраслей экономики в другие и в установлении действительного рыночного курса

национальной и иностранной валюты в условиях справедливой и законной торговли.

Итак, задача биржи состоит в выявлении рыночных цен на иностранную валюту. В рамках этой задачи биржа осуществляет следующие функции.

•*Выявление и регулирование биржевых цен.* Биржа участвует в формировании и регулировании цен на биржевой товар. Концентрация спроса и предложения на бирже, заключение большого количества сделок в значительной степени исключают влияние нерыночных факторов на цену, делают ее максимально приближенной к реальному спросу и предложению.

•*Образование и прогноз цен.* Сосредоточение на бирже продавцов и покупателей, массовый характер биржевых сделок и их масштабы в силу того, что сделки заключаются на крупные суммы в иностранной валюте, делают курс, установленный на бирже, наиболее репрезентативной рыночной ценой на валюту. Она, в свою очередь, учитывается при заключении сделок на срочном рынке. В результате биржевые цены на валюту воздействуют на формирование цен на иные финансовые активы.¹⁸⁶

Помимо этого, валютные биржи осуществляют все или большинство следующих функций:

- материально-техническое обеспечение торгов;
- отбор участников биржевых торгов в соответствии с установленными биржей критериями, учитывающими финансовое состояние лица и его деловую репутацию;
- разработка правил заключения и исполнения биржевых сделок;
- контроль за соблюдением данных правил и законодательства, включая полномочия по наложению санкций и применению превентивных мер (приостановление торгов, отстранение отдельных участников и т.п.);
- разработка юридических и финансовых механизмов, обеспечивающих исполнение обязательств, возникающих из биржевых сделок;
- распространение информации о ценах, складывающихся в результате биржевых торгов, и количестве заключенных сделок;
- сведение заявок противоположной направленности, в результате чего заключается сделка;
- определение и учет взаимных обязательств участников торгов;
- осуществление расчетов по обязательствам, возникающим из сделок, заключенных участниками биржевых торгов.

Валютная биржа выступает посредником при осуществлении валютных операций. В некоторых из стран, где существуют валютные биржи, операции с иностранной валютой разрешено совершать только через них.

Участниками биржевых торгов валютой в большинстве стран являются кредитные организации, реже — иные финансовые организации, например страховые и пенсионные фонды, инвестиционные компании, действующие через брокерские фирмы. На счетах бирж отражаются все валютные сделки участников торгов, а биржа в данном случае выступает гарантом расчетов.

ВАЛЮТНЫЕ БИРЖИ КАК ИНСТРУМЕНТ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА И ВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ

¹⁸⁶ Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. С.25.

Как правило, в тех странах, где существуют валютные биржи, официальный курс национальной валюты устанавливается центральным банком именно на основе курса, определяемого на биржевых торгах. В большинстве случаев речь идет о соотношении курсов национальной валюты и доллара США. Однако кроме доллара США могут приниматься во внимание курсы валют наиболее важных торговых партнеров государства. В некоторых случаях при определении официального валютного курса могут учитываться курсы, установленные на межбанковских валютных рынках или аукционах центрального банка. Валютный режим и порядок установления официального валютного курса определяется центральным банком, министерством финансов либо иным органом валютного регулирования данного государства.

Посредством валютных бирж государство стремится обеспечить стабильность рыночного курса национальной валюты. Это происходит как путем принятия и совершенствования валютного законодательства (например, введение процента обязательной продажи экспортной валютной выручки или установление лимита открытой позиции), так и через целенаправленные валютные интервенции центрального банка, управление валютными резервами путем проведения операций покупки/продажи валюты. И в том, и в другом случае валютная биржа играет ключевую роль в управлении рынком иностранной валюты с помощью рыночных методов.

Осуществление сделок с иностранной валютой центральными банками при наличии в стране валютной биржи или иной торговой системы преимущественно проводится через организованный рынок. Это позволяет осуществлять более эффективный контроль за расходованием резервов и одновременно гарантировать их пополнение за счет покупки иностранной валюты у коммерческих банков и экспортеров.

Государства с недостаточно сильной национальной валютой используют в качестве одной из мер валютного регулирования институт обязательной продажи части денежных средств в иностранной валюте, поступающих на счета резидентов от экспортных операций. «По данным Международного валютного фонда, требование обязательной продажи валютной выручки от экспорта в 2000 г. применялось в 75 государствах-членах Фонда, из них в 42 государствах экспортеры обязаны продавать всю валюту. При этом практически все страны с переходной экономикой отменяли данное требование только тогда, когда их денежным властям удавалось добиться необратимости макроэкономической стабилизации (пример — страны Центральной и Восточной Европы)».¹⁸⁷

Обязательная продажа иностранной валюты может преследовать разные цели, и в зависимости от них выбирается способ ее осуществления. Если единственной целью обязательной продажи является пополнение золотовалютных резервов центрального банка с наименьшими для него издержками, то, как правило, иностранная валюта продается напрямую центральному банку по фиксируемому им курсу, минуя внутренний валютный рынок. Подобная мера носит нелиберальный характер, поэтому государства, где она используется часто или постоянно, можно отнести к странам с рыночной экономикой только с большой долей условности.

Обязательная продажа иностранной валюты на внутреннем рынке, когда

¹⁸⁷ Валютное регулирование – планы и перспективы // Валютный спекулянт. 2001. Май.

центральный банк выступает на равных началах с иными его участниками, уполномоченными совершать сделки купли-продажи иностранной валюты, носит принципиально иной характер. Такая продажа направлена прежде всего на обеспечение ликвидности внутреннего валютного рынка и доступа к иностранной валюте тем резидентам, которые, не имея собственных постоянных источников валютных средств, тем не менее нуждаются в них для осуществления своей деятельности.

Иными словами, обязательная продажа иностранной валюты, делая валютный рынок более ликвидным, обеспечивает равные условия для импортеров и экспортеров. Одновременно она решает задачу пополнения золотовалютных резервов центрального банка за счет операций на внутреннем рынке, но уже по ценам, складывающимся на рынке, а не фиксируемым самим центральным банком.

Осуществление обязательной продажи через валютные биржи обладает рядом преимуществ по сравнению с межбанковским валютным рынком. Это:

- повышение ликвидности рынка, централизация и компактность проведения операций;
- высокая степень информационной прозрачности и возможность проводить сделки по наилучшей котировке, обеспечение честности и справедливости механизма ценообразования;
- предупреждение манипулирования на валютном рынке, которое могло бы иметь разрушительные последствия для курса национальной валюты, ограничение спекулятивных потоков «горячих денег», способных дестабилизировать валютный рынок;
- существенное снижение рыночного риска, обеспечение оперативного вмешательства центрального банка в ход торгов с целью эффективного управления курсом национальной валюты в кризисные периоды;
- минимизация валютных рисков и гарантия осуществления расчетов по заключенным сделкам, резкое снижение рисков контрагента;
- возможность фиксации справочных курсов валют, необходимых для ведения отчетности
- техническая стандартизация и юридическая унификация проведения операций.

При переносе обязательной продажи на межбанковский неорганизованный рынок существует опасность недобросовестных действий со стороны отдельных его участников. На неорганизованном рынке труднее контролировать и пресекать такие действия и гарантировать свободный доступ к валютным средствам всех резидентов. Вне бирж и иных торговых систем банки и иные лица, через которых совершаются сделки купли-продажи иностранной валюты, самостоятельно определяют своих контрагентов. Информация о совершенных сделках, как правило, не доступна широкому кругу лиц, что увеличивает вероятность резких колебаний валютного курса за счет непроверенной, необъективной информации и возникновения паники на рынке. Высока вероятность спекулятивных потоков горячих денег, способных вызвать масштабные падения курса национальной валюты. «Непрозрачность» рынка позволяет вводить в заблуждение физических и юридических лиц, распоряжающихся валютными средствами, и приобретать у них иностранную валюту по невыгодному, не соответствующему объективной рыночной ситуации курсу. Чтобы избежать этого, необходимо — при отсутствии валютных бирж — создать специфическую, дорогостоящую информационную инфраструктуру. Бремя ее разработки и содержания ложится в основном на центральный банк как на орган, призванный следить за нормальным функционированием валютного рынка, что требует от него отвлечения значительных денежных средств, которые могли быть использованы на другие цели.

Подобная информационная система существует в Бразилии. В соответствии с нормативными актами, регулирующими обращение иностранной валюты в данной стране, информация о всех сделках купли-продажи валюты поступает в информационную систему, которая связывает Центральный банк Бразилии со всеми финансовыми учреждениями страны. Учитываются сделки со сроком расчетов «Т+2». Информация о каждой сделке включает наименование сторон, объем, согласованный сторонами курс и дату исполнения (расчетов).

При расчете справочного курса не учитываются:

- сделки, цена которых в значительной степени отклоняется от среднерыночной;
- сделки, чья цена явно сформирована искусственным образом;
- сделки, противоречащие устойчивой, сложившейся на рынке практике.

Выявление на внебиржевом рынке мнимых сделок, сделок, направленных на манипулирование курсами, необходимо для того, чтобы устанавливаемый официальный курс отражал действительную рыночную цену иностранной валюты и был защищен от недобросовестных действий финансовых спекулянтов. Разработка соответствующих методик для внебиржевого валютного рынка представляет собой отдельную проблему, в то время как на биржах уже существуют и широко применяются методы обнаружения и пресечения манипулятивных действий и на стадии заключения сделок, и на стадии выставления заявок.

Таким образом, установление официального или просто репрезентативного курса иностранной валюты связано с гораздо меньшими издержками, если оно осуществляется по результатам торгов на бирже.

АНТИКРИЗИСНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ВАЛЮТНЫЕ БИРЖИ

Становление биржевого валютного рынка в современном понимании этого термина приходится на послевоенный период. В 1950-60-х годах многие страны Западной Европы шли по пути «догоняющего» развития, для них были характерны относительно слабые финансовые системы, и потому в целях укрепления национальной валюты они усиливали государственное регулирование в части организации внутреннего валютного рынка.

Во второй половине 60-х-начале 70-х годов эти процессы ускорил валютно-финансовый кризис, поразивший практически все экономики стран Европы и Америки. Одним из элементов создаваемой антикризисной системы государственного регулирования и контроля за валютными операциями стала организация валютных бирж как одного из основных инфраструктурных рыночных институтов.

На валютных биржах осуществлялись операции купли-продажи валюты, как для текущих экспортно-импортных операций, так и для операций, связанных с движением капитала.

В связи с этим нельзя не обратить внимание на то, что значимость деятельности валютных бирж неизмеримо возрастает в годы кризиса и финансовой нестабильности в стране. Валютная биржа создает безусловные преимущества, когда в интересах устойчивого и безопасного развития национальной экономики государству необходимо усилить контроль за

совершением валютных операций, сохранив при этом рыночные методы регулирования. Специалисты, вплотную занимающиеся изучением данной проблемы, обоснованно замечают: «Валютный рынок состоит из двух сегментов: биржевого и внебиржевого, которые взаимосвязаны и взаимозависимы. В период валютной нестабильности усиливается роль биржевого рынка, а в условиях стабилизации происходит усиление межбанковского внебиржевого рынка».¹⁸⁸

Резкие колебания курса национальной валюты, приводящие к развитию финансового кризиса, могут обуславливаться не только объективными причинами, преодолимыми лишь в долгосрочной перспективе (например, неудовлетворительная структура платежного баланса), но и психологическими факторами (паника, вызванная негативной информацией) или недобросовестными, намеренными действиями части участников валютного рынка.

Наиболее оптимальный способ выхода из финансовых кризисов, проявляющихся в виде резкого падения стоимости национальной денежной единицы в результате потери доверия к ней со стороны населения и предприятий, заключается в осуществлении масштабной валютной интервенции центральным банком. Такая интервенция дает наибольший эффект при проведении ее через валютную биржу, что объясняется компактностью биржевого рынка и сосредоточением на нем большого количества крупных участников финансовых рынков, которые заключают сделки с иностранной валютой в объеме, влияющем на курс национальной денежной единицы.

Валютная интервенция, осуществляемая через биржу, вполне вписывается в рыночную модель экономики, чего нельзя сказать о таких административных мерах стабилизации национальной валюты, как установление валютного коридора. Кроме того, биржевая торговля в отличие от сделок на неорганизованном рынке препятствует ценовому манипулированию, что особенно важно в периоды валютных кризисов.

Таким образом, наличие в стране валютной биржи позволяет более эффективно противодействовать валютным кризисам и бороться с их последствиями. Вместе с тем создание и развитие биржевого валютного рынка требует долгосрочной, планомерной программы действий. Как и в случае с любым иным организатором торговли, между моментом создания валютной биржи и моментом, когда она начинает функционировать с наибольшим эффектом, должен пройти определенный период времени. Иными словами, создание валютной биржи не относится к числу оперативных антикризисных мер, поскольку это невозможно сделать в сжатые сроки. Ко времени развития первых признаков валютного кризиса биржа уже должна функционировать в полной мере.

Следовательно, относительная стабилизация рынка после острого валютного кризиса — еще не повод для ликвидации биржевой торговли, поскольку национальная денежная единица по-прежнему слаба и ее курс зависит от внешнеэкономической конъюнктуры. Это хорошо видно на примере государств Западной Европы, которые в той или иной форме сохраняли организованный валютный рынок даже тогда, когда острые экономические проблемы послевоенных лет уже были решены.

¹⁸⁸ Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт. М., 1996. С.125.

10.2. ВАЛЮТНЫЕ БИРЖИ В СТРУКТУРЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

ПЕРИОД СТАНОВЛЕНИЯ ВАЛЮТНЫХ БИРЖ

Наращение рисков в валютно-финансовой сфере в середине XX столетия привело к тому, что в 50-60-х годах биржевые валютные институты были организованы в ряде стран Западной Европы — *во Франции, Германии, Бельгии, Голландии, Люксембурге и странах Скандинавии*. Одновременно были внесены существенные изменения в законодательство, регулирующее деятельность участников валютного рынка, и усилен государственный контроль за рынком.

Более подробно структуру организации и функционирование валютной биржи целесообразно рассмотреть на примере **Германии**.

Немецкая валютная биржа была организована согласно §1 Биржевого устава как составная часть Франкфуртской фондовой биржи. Кредитным институтам, допущенным к торговле на фондовой бирже, предоставлялось право участвовать в торговле валютой только в случае прохождения процедуры регистрации в валютной секции.

Одновременно с организацией валютной биржи во Франкфурте, аналогичные биржевые валютные площадки были созданы в других немецких городах — Мюнхене, Гамбурге и Дюссельдорфе. Все они входят в систему валютных бирж страны. После объединения Германии к их числу добавилась Берлинская валютная биржа.

Создание сети региональных площадок для организованной торговли валютой позволило обеспечить участие в торгах банков и предприятий на всей территории страны. Кроме того, преимуществом биржевой торговли валютой стало фактически достигнутое равенство всех участников торгов. Следует отметить, что заявки на большие и малые суммы в рамках биржевой торговли удовлетворяются по единому курсу, в то время как в межбанковской торговле порой довольно затруднительно заключать сделки на небольшие суммы по выгодному курсу.

Франкфуртская валютная биржа стала головной в системе немецких валютных бирж. Именно на ней вплоть до введения в 1999 г. в обращение евро устанавливался официальный курс немецкой марки по отношению к другим ведущим мировым валютам. Ежедневно с 13 часов по средневропейскому времени Федеральный банк по результатам торгов объявлял курс марки по отношению к 17 валютам, который использовался регулирующими органами для учета балансов и финансовой статистики.

Организационная структура каждой валютной биржи была унифицирована и состояла из двух палат: маклерской палаты и правления. В задачу маклеров входила котировка торгуемых валют и работа в качестве посредников между кредитными институтами (регистрация сделок, надзор за их исполнением и т.д.). В свою очередь, на правление была возложена ответственность за соблюдение уставных требований в ходе официальных котировок, при этом непосредственный надзор осуществлялся членами комитета по валютной торговле.

Система валютных бирж достаточно жестко контролировалась

правительственными органами. В частности, курсовой (старший) маклер Франкфуртской биржи утверждался в должности правительством земли Гессен. Федеральное правительство в лице министра финансов в соответствии с §1 гл. 4 Закона о биржах имело право в экстренных случаях по согласованию с министром экономики и Бундесбанком вмешиваться в работу биржи. Например, при возникновении угрозы значительной нестабильности рынка вследствие внешних шоков или внутренней кризисной ситуации предусматривалась возможность приостановления торговли на определенное время.

В странах **Южной Европы** в послевоенный период так же последовательно проводилась политика жесткого регулирования внутреннего валютного рынка, с тем, чтобы предотвращать внутренние финансовые кризисы и минимизировать последствия неблагоприятных изменений внешнеэкономической конъюнктуры.

Так, в **Испании** в 1960-70-х годах уполномоченные банки могли осуществлять сделки только с оговоренными валютами (к числу которых относились валюты основных развитых стран). Покупка и продажа клиринговой валюты была централизована в Испанском валютном институте, публиковавшем курсы, по которым он сам осуществлял сделки, курсы по отношению к валютам, не котировавшимся на валютном рынке (португальское эскудо и клиринговые доллары), и обменные курсы наличной валюты.

Вся выручка от экспорта в этот период должна была продаваться либо на валютном рынке, либо непосредственно Испанскому валютному институту. Во второй половине 70-х годов XX в. порядок деятельности валютного рынка не изменился, но функции Валютного института отошли к Центральному банку. Он также имел дело непосредственно с клиринговыми валютами и мог покупать экспортную валютную выручку.

В **Италии** валютные торги на фондовых биржах начали проводиться еще в 1913 г. Однако во время первой мировой войны с введением жестких валютных ограничений и созданием органа валютного контроля — Национального валютного института торги были приостановлены. По окончании войны, 2 декабря 1918 г., фондовые биржи вновь открылись. Национальный валютный институт был наделен полномочиями по надзору за операциями банков и банковских учреждений, уполномоченных заключать сделки с валютой. Кроме того, Институт обладал правом выполнять поручения на продажу национальной валюты за границу от имени банков, итальянских компаний и представительств иностранных банков.

17 мая 1945 г. было создано Итальянское валютное бюро — орган, заменивший Национальный валютный институт. За ним сохранялись такая мера валютного контроля, как обязательная продажа иностранной валюты государству, и ограничительные меры, связанные с экономическими и финансовыми отношениями с другими странами. С 1947 г. обязательная продажа 50% валютной выручки Итальянскому валютному бюро осуществлялась на основе курсов валют, установленных на Римской и Миланской фондовых биржах. Валютная выручка должна была поступать в страну в течение 90 дней со дня поставки и продаваться в течение семи дней после получения платежа. С принятием 31 декабря 1950 г. соответствующего закона единственными валютами, торгуемыми на рынке иностранной валюты, стали доллар США и швейцарский франк.

Продажа иностранной валюты осуществлялась следующим образом. Поступления во внешне конвертируемых валютах (американских и канадских долларах, японских иенах, ряде европейских валют) уполномоченные банки могли оставлять на счетах получателей валюты на срок до одного месяца (во второй

половине 1970-начале 1980-х годов этот срок был сокращен до семи дней). В течение указанного срока полученные средства могли использоваться для разрешенных сделок или продаваться уполномоченным банкам. Этим банкам, в свою очередь, разрешалось продавать упомянутые валюты резидентам для сделок, на совершение которых было получено одобрение органов валютного контроля, либо свободно торговать ими с Итальянским валютным бюро и между собой. По истечении срока, в течение которого иностранная валюта могла оставаться на счете резидента, неиспользованные средства подлежали обязательной продаже Итальянскому валютному бюро по наиболее низкому официальному валютному курсу, зафиксированному за весь период нахождения средств на счете резидента.

С 1955 г. официальные курсы валют стали определяться на основе цен закрытия на Миланской и Римской фондовых биржах и публиковаться в официальных средствах массовой информации.

Официальные котировки иностранной валюты на итальянских фондовых биржах были приостановлены в начале 90-х годов вслед за выходом Италии из Соглашения о Европейской валютной системе. Одновременно министр финансов Италии в силу необходимости установления курсов валют на период приостановки постановил, что эта процедура будет проводиться Банком Италии на базе курсов, ежедневно в 14 часов 15 минут передаваемых ему другими центральными банками.

В **Греции** в 1980-е годы действовал организованный межбанковский рынок по основным конвертируемым валютам (за исключением доллара США). На этом рынке проводилась специальная ежедневная сессия, курсами фиксинга на которой были официальные курсы по соответствующим валютам. В тот же период в стране действовало правило об обязательной продаже коммерческим банкам валютной выручки от экспорта в течение 90 дней с момента ее поступления.

В странах **Юго-Восточной Азии** был создан организованный валютный рынок в целях усиления государственного регулирования экономики вообще и обращения иностранной валюты в частности.

Так, на **Филиппинах** в 1970-80-х годах действовала Банковская Ассоциация Филиппин, в функции которой входило установление курса песо по отношению к ведущим мировым валютам и надзор за проведением банками сделок купли-продажи валюты. Следует отметить, что в тот период при заключении спотовых сделок банки должны были придерживаться определенных границ колебаний курса песо.

В 80-е годы Ассоциация стала устанавливать границы колебаний на рыночной основе. Центральный банк не подчинялся правилам Ассоциации, но проводил покупку и продажу валюты в означенных пределах курсовых колебаний. Торги на межбанковском рынке проходили в Центре торговли валютой (Foreign Exchange Trade Center), где Центральный банк выступал в качестве и покупателя, и продавца валюты. В рассматриваемый период существовало правило обязательной продажи экспортной валютной выручки в течение трех дней со дня ее получения. Покупателем валюты выступал коммерческий банк, являвшийся агентом Центрального банка.

Банковская Ассоциация Филиппин стала прообразом для создания современной электронной дилинговой системы торговли валютой в данной стране.

ВАЛЮТНЫЕ БИРЖИ В СОВРЕМЕННЫХ СИСТЕМАХ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Формирующиеся рынки. Отказ США от золотого стандарта и от системы фиксированных валютных курсов привел к резким потрясениям на мировом валютном рынке в 1970-80-е годы. Это неблагоприятно отразилось на экономике развивающихся стран, которые вынуждены были прибегнуть к усилению государственного регулирования внутренних валютных рынков.

Стабилизация рынка национальной валюты в большинстве развивающихся государств проводилась по двум направлениям: создание информационно прозрачной рыночной инфраструктуры, удобной для вмешательства центральных банков в ход торгов в кризисные периоды, и ужесточение административного контроля за валютными операциями.

При решении первой задачи органы валютного регулирования в ряде стран пошли по пути организации специализированных валютных бирж либо институтов со схожими функциями. Биржевой валютный рынок в таких странах остается одним из ключевых сегментов валютного рынка в силу своей прозрачности, информационной открытости, а также в силу того, что курсы валют по результатам торгов на валютных биржах и объемы операций на рынке служат ориентиром для сделок на межбанковском и фьючерсном валютных рынках.

Создание организованного валютного рынка предусматривалось в самых разных странах, относящихся к различным регионам и отличающихся по условиям своего экономического развития. С этой точки зрения интересны примеры **Чили, Хорватии, Китая, Коста-Рики и Филиппин**. Но прежде необходимо оговориться: речь пойдет лишь об организованном рынке для совершения спотовых сделок с иностранной валютой. Биржи и иные торговые системы, где заключаются срочные сделки с иностранной валютой, присутствуют в абсолютном большинстве развитых и развивающихся государств с рыночной экономикой, потому этой разновидности сделок с иностранной валютой будет посвящена отдельный раздел.

Следует заметить: технологическая революция в биржевом деле привела к тому, что традиционное представление о биржевой торговле как о всегда локализованной в определенном месте (биржевом зале) уже не вполне соответствует действительности. Валютная биржа в современном мире может означать не только конкретное помещение, но и электронную торговую систему, в которую с использованием современных средств связи вводятся оферты, где регистрируется заключение сделок и впоследствии по результатам заключенных сделок определяются обязательства участников торговли. При этом неважно, на каком расстоянии от места расположения биржи находится лицо, участвующее в биржевых торгах.

Такие преобразования, во-первых, устранили прежние ограничения по количеству участников торговли, во-вторых, породили конкуренцию между биржами, находящимися не просто в разных регионах, а в разных государствах, и, в-третьих, привели к необходимости значительных инвестиций в развитие современных технологий биржевой торговли.

В упомянутых странах организаторами торговли являются не только традиционные валютные биржи, торги на которых локализованы в конкретном месте (**Чили**), но и электронные торговые системы. Последние выполняют **функции биржи**, если они предоставляют участникам сделки возможность связаться друг с другом и одновременно обладают определенными регулирующими или надзорными полномочиями либо вводят для участия в торгах институт членства (**Китай, Коста-Рика, Филиппины, Чили**).

В **Китае** не допускаются сделки с иностранной валютой на межбанковском неорганизованном рынке. В других государствах организованный рынок сосуществует с неорганизованным.

Чили. В законодательстве этой страны упоминание об организаторах торговли на валютном рынке отсутствует, но фактически он имеется: спотовые сделки с долларами США совершаются на **Сантьягской фондовой бирже** (Santiago Stock Exchange), которая по сути является универсальной биржей. Она организует торговлю сразу на нескольких рынках, и один из них — это рынок, на котором совершаются спотовые сделки с золотом и серебром и с долларами США, с расчетами в тот же день или на следующий. Интерес к заключению сделок с долларами США на Сантьягской фондовой бирже объясняется тем, что, во-первых, долларовые вложения создают возможность высокого уровня доходности, и, во-вторых, доллар является универсальным средством платежа.

Наряду с традиционной валютной биржей в Чили существует электронный организатор торгов на валютном рынке — **Электронная биржа Чили** (Bolsa Electronica de Chile). Она была создана в 1989 г. в форме электронной торговой площадки. На бирже проводятся регулярные торговые сессии, в ходе которых совершаются сделки с ценными бумагами, драгоценными металлами и иностранными валютами.

Брокеры могут принимать участие в торгах с любого удаленного рабочего места на территории Чили. Всего в настоящее время насчитывается около 100 терминалов.

Автоматизацию торгового процесса на бирже обеспечивает Электронная торговая система (Electronic Trading System — SITREL). Она гарантирует проведение торгов в режиме реального времени, предоставляет участникам широкий набор услуг, снабжает участников торгов всей необходимой торговой информацией. Предусмотрена возможность связи этой системы с иными электронными торговыми системами.

Хорватия относится к тем странам, законодательство которых не просто упоминает о возможности создания бирж, а детально регулирует их правовой статус и порядок деятельности. Согласно ст. 12 Закона о валютной системе, валютных операциях и сделках с золотом валютная биржа может быть создана как самостоятельное юридическое лицо либо как подразделение фондовой биржи. Учредителями биржи могут быть только банки, уполномоченные на совершение внешних валютных операций. Иные лица вправе принимать участие в торгах только с разрешения Национального банка. Биржа осуществляет свою деятельность в соответствии с уставом и процедурными правилами. Порядок совершения сделок с иностранной валютой на бирже обеспечивает большую прозрачность валютного рынка — в соответствии со ст. 13 того же Закона, валютная биржа обязана передавать Национальному банку всю информацию, относящуюся к торгам, в сроки и в порядке, установленные Банком Хорватии.

Одна из важнейших функций биржи согласно Закону — определение официального курса национальной валюты. Статьей 18 Закона предусмотрено, что биржа ежедневно устанавливает и объявляет курсы покупки, продажи и средневзвешенный курс национальной валюты по отношению к торгуемым на ней иностранным валютам. При этом биржа руководствуется соотношением спроса и предложения, а также количеством сделок, совершенных на ней в течение торгового дня. Курс, объявленный биржей, является официальным в силу прямого указания Закона и не требует утверждения Национальным

банком. Лишь в случае, когда валютная биржа не учреждена, Национальный банк сам устанавливает официальный курс.

Курс, установленный на бирже, применяется к сделкам с иностранной валютой между уполномоченными банками и резидентами, если иное не предусмотрено сторонами сделки. Банки, уполномоченные на совершение внешних валютных операций, обязаны осуществлять с резидентами сделки по курсу в пределах коридора, образованного курсами покупки и продажи, объявленными валютной биржей. Кроме того, средневзвешенный курс иностранной валюты, объявленный биржей, применяется:

- при исчислении требований и долговых обязательств резидентов в национальной валюте для учетных и статистических целей;
- при исполнении судебных решений о взыскании в национальной валюте сумм, выраженных в иностранной валюте;
- при исчислении таможенных и иных налоговых платежей, связанных с импортом товаров.

Национальный банк Хорватии всегда обязан совершать сделки купли-продажи иностранной валюты только по курсу, объявленному биржей, за исключением специальных интервенций, направленных на поддержание курса национальной валюты.

Китай. Новая система валютного регулирования в этой стране была введена в 1994 г. В настоящее время сделки купли-продажи иностранной валюты на внутреннем рынке совершаются только через Китайскую систему торговли валютой (China Foreign Exchange Trade System, далее – CFETS) банками, являющимися ее членами. CFETS— это интегрированная общенациональная межбанковская электронная система торгов иностранной валютой. До ее создания курс валюты определялся на основе обменных курсов, устанавливаемых различными своп-центрами (*swap centres*).

Образование CFETS было вызвано ликвидацией двойного валютного курса и переходом к единому курсу, устанавливаемому на основе торгов на объединенном национальном рынке. Все сделки с иностранной валютой в Китае могут осуществляться только в рамках CFETS. Центр этой системы, расположенный в Шанхае, связан по электронной сети с 36 региональными центрами. CFETS наделена определенными полномочиями по надзору за ходом торгов.

Центральный банк осуществляет контроль за торгами в системе с целью реализации государственной валютной политики. Кроме этого, текущий надзор за деятельностью CFETS осуществляет Государственное управление по рынку иностранной валюты (State Administration of Foreign Exchange, SAFE).

Все финансовые учреждения, вовлеченные в совершение сделок с иностранной валютой, в том числе иностранные банки, должны получить разрешение Министерства международной торговли и сотрудничества на торговлю в CFETS, а затем — членство в системе. Причем для иностранных банков предусмотрены специальные ограничения. Если китайские банки имеют право покупать и продавать иностранную валюту за свой счет и по поручению своих клиентов, то иностранные банки могут только продавать иностранную валюту или торговать ею между собой по поручению своих клиентов.

Участники торгов получают доступ к системе как из ближайшего торгового зала CFETS, так и со специализированных рабочих мест участников торгов, оборудованных в помещениях заказчиков. Заявки размером до 50 тыс. долларов США имеют в системе приоритет, более крупные заявки перед их

выполнением проходят дополнительные процедуры проверки. В системе совершаются спотовые сделки с долларом США, японской иеной и гонконгским долларом.

CFETS обеспечивает клиринг как по национальной, так и по зарубежным валютам. Региональные центры системы осуществляют клиринг на локальном уровне. Затем информация передается в центральный терминал CFETS.

Народный банк Китая объявляет ставку-ориентир национальной валюты относительно доллара США, доллара Гонконга и иены. Она основана на средневзвешенной цене сделок с иностранной валютой, совершавшихся в течение предыдущего торгового дня в CFETS.

Централизация торговли валютой на CFETS позволила в течение второй половины 90-х годов поддерживать курс юаня на стабильном уровне, даже в период финансового кризиса 1998г., создав тем самым предпосылки для реализации политики низких процентных ставок в целях стимулирования экономического роста.

Коста-Рика. В этой стране валютные торги проводятся через закрытую электронную торговую систему — электронную валютную биржу MONED (Mercado Organizado Para La Negociación Electrónica De Divisas), на которой действуют только участники, имеющие специальное разрешение. В рамках системы MONED Центральный банк Коста-Рики осуществляет прямые валютные интервенции для сглаживания колебаний, спровоцированных спекулятивными или иными кратковременными изменениями обменного курса. Рыночный курс устанавливается на основе средневзвешенной стоимости валюты в системе MONED за предшествующий день. В рамках системы Центральный банк Коста-Рики для стабилизации курса национальной валюты (колона) время от времени осуществляет валютные (долларовые) интервенции.

Филиппины. Валютные торги проводятся через Филиппинскую дилинговую систему Банковской Ассоциации Филиппин (Philippine Dealing System of Bankers Association of the Philippines, PDS), которая была учреждена в 1992 г. и развивается Банковской Ассоциацией совместно с Центральным банком Филиппин в целях либерализации и модернизации валютного рынка. Это электронная система, торги на которой проходят в режиме реального времени. Подавляющее большинство сделок «песо—доллар» проводится через PDS. Объем иностранной валюты, которая может продаваться без документов и предварительного разрешения, составляет 10 тыс. долларов.

На PDS заключаются сделки с исполнением как в тот же, так и на следующий день. Торги проводятся среди членов Банковской Ассоциации при участии Центрального банка Филиппин. Банки совершают сделки как для своих клиентов, так и в собственных интересах, для своих коммерческих нужд. Филиппинские банки могут заключать сделки напрямую друг с другом либо через брокеров валютного рынка. Действуя через брокера, банки-члены могут использовать телефонную связь или даже другую электронную систему, такую, например, как Reuters Dealing. Чтобы заключить сделку через брокеров, два банка, являющиеся членами PDS, должны подтвердить свою сделку через PDS.

Когда банки торгуют за свой счет, они связаны лимитами позиций, установленными Центральным банком (не более 5% от своего необремененного капитала для покупки или 10 млн. долларов (в зависимости от того, какая из этих сумм меньше) и 20% от него для продажи).

PDS обслуживается информационной системой Telerate, которая

автоматически собирает информацию, что позволяет всем банкам-членам легко отслеживать в режиме реального времени средневзвешенный курс песо и общий объем всех сделок на любой момент торгов. Торги на PDS начинаются в 9.00 и заканчиваются в 16.00.

В системе PDS определение курса валют происходит на основе соотношения спроса и предложения на рынке. Банки непрерывно выставляют двухканальные котировки с обычным для межбанковских сделок спреedom цен покупки и продажи, равным 0,005 песо. Выставляющий котировку банк обязуется совершить сделку по предложенной цене, если только цена не будет изменена или отменена до совершения сделки. При этом банки, выставляющие котировки, остаются анонимными.

Курсом песо по отношению к доллару является средневзвешенный курс по всем сделкам с иностранной валютой, заключенным через PDS в течение предыдущего рабочего дня.

Расчеты по сделкам с долларом США проводятся в PDS через Филиппинскую внутреннюю систему долларовых переводов (Philippine Domestic Dollar Transfer System — PDDTS). PDDTS представляет собой местную систему клиринга и электронных коммуникаций, управляемую Банковской Ассоциацией Филиппин и другими организациями. Система дает возможность проводить периодический взаимозачет обязательств и требований (неттинг) как в режиме реального времени, так и по окончании торгового дня. При этом итоговые расчеты совершаются в тот же день.

Электронные валютные биржи в развитых странах. Электронные торговые системы, подобные тем, что существуют в Китае, Коста-Рике, Чили и на Филиппинах, успешно функционируют и в развитых странах с конца 90-х годов XX в. Их отличие от бирж развивающихся стран состоит в более масштабном охвате рынка — в то время как штаб-квартира биржи в большинстве случаев базируется в конкретном городе, в торгах биржи участвуют финансовые институты, расположенные в самых разных городах мира. Таким образом, современная электронная биржа выступает «связующим звеном» между огромным количеством резидентов из разных стран, желающих купить или продать иностранную валюту.

К очевидным достоинствам таких электронных бирж относятся:

- возможность ежедневных и круглосуточных торгов иностранной валютой, что очень важно, поскольку участники торгов могут находиться в самых разных часовых поясах;
- расширение количества участников торгов-крупных финансовых корпораций, предлагающих свои котировки;
- оперативное снабжение участников всей необходимой торговой информацией;
- высокая скорость совершения сделок и проведения расчетов по ним на основе использования современных средств связи и электронной обработки данных;
- снижение издержек, связанных с организацией и проведением торгов, и как следствие — снижение членских и комиссионных сборов, взимаемых с участников торгов.

Действуя в либерализованной валютной среде, указанные биржи дают возможность осуществлять **государственное регулирование валютных рынков** лишь в том объеме, который обеспечивает честность и справедливость

ценообразования на валютные активы, формирует минимальный набор правил, обеспечивающих информационную прозрачность и эффективность валютного рынка, а также предупреждает и ослабляет кризисные ситуации на нем. Деятельность валютных бирж в развитых странах дает возможность снизить регулятивные издержки, неизбежно нарастающие во внебиржевом обороте (для него характерны более высокая степень информационной непрозрачности и меньшая ликвидность).

К наиболее известным и крупным электронным биржевым рынкам иностранной валюты в развитых странах принадлежат **Currenex** (Карринэкс), **Atriox** (Атриакс) и **FX Alliance – Fxall** (Форексолл).

Currenex — первая независимая и открытая финансовая биржа, которая соединяет продавцов и покупателей иностранной валюты по всему миру. Она была создана в 1999 г. в Калифорнии, **США** и теперь ее офисы расположены в Чикаго, Нью-Йорке, Лондоне и Сингапуре.

Участвовать в торгах через Currenex имеют право лишь лица, получившие членство на этой бирже. Членами Currenex могут быть банки, казначейские департаменты компаний, менеджеры по управлению корпоративными финансами, государственные ведомства, международные организации и центральные банки. В настоящее время в число членов Currenex входят такие мощные корпорации, как Autodesk, Compaq, Ericsson, Intel Corporation и порядка 40 ведущих мировых банков, выступающих в роли маркет-мейкеров, включая ABN Amro, Barclays Capital и Merrill Lynch.

Currenex обеспечивает участников торгов полным электронным комплексом услуг, именуемым Straight Through Processing (STP), что означает полную автоматизацию торгового процесса — от размещения заявки клиентом до ее исполнения и проведения всех расчетов. Следует отметить, что сама биржа не проводит такие расчеты, а лишь обеспечивает их проведение посредством надежной электронной связи: используя услуги биржи, участники направляют поручения на списание средств со своих счетов.

Услуги Straight Through Processing предлагают многие электронные биржи. Преимущества этой современной системы обработки клиентских поручений состоят в следующем:

- STP уменьшает ошибки, связанные с потерями и неправильным исполнением клиентских заявок;
- с помощью STP возможна быстрая обработка указаний о проведении расчетов;
- STP снижает риски потери капитала;
- STP увеличивает ликвидность.

Currenex снабжает своих участников новостями, информацией о состоянии рынка иностранной валюты, исследовательской и аналитической информацией, с тем, чтобы они обладали всем комплексом информации для выработки наилучшей стратегии и корректировки планов. Кроме того, система позволяет участникам запросить и немедленно получить котировки по спотовым и форвардным и сделкам своп из единого банка данных.

Currenex проводит торги круглосуточно в режиме реального времени, обеспечивая их участникам постоянный доступ к рынку иностранной валюты с ежедневным оборотом более 1,5 трлн. долларов.

На бирже не существует никаких лимитов на объем заявки, при этом участникам торгов предоставляется возможность из нескольких стандартных

типов заявки выбрать тот, который наиболее точно отражает их требования. Участник торгов может подать лимитированную заявку, рыночную заявку, заявку типа «не хуже чем» и заявку типа «остановить убытки».

На этой бирже совершаются как спотовые сделки с иностранной валютой, так и форвардные сделки и сделки своп. Биржа организована таким образом, чтобы обеспечить возможность проведения торгов с любыми валютами мира.

Поскольку торговля посредством Currenex не локализована в конкретном месте, а проходит в электронной сети, необходимо обеспечить надежность и безопасность такой электронной торговли. Currenex разработала многоуровневую систему повышенной безопасности в целях обеспечения нормального хода торгов и исключения малейшей вероятности какого-либо сбоя либо несанкционированного проникновения в систему. Всем зарегистрированным участникам торгов присваиваются уникальные идентификационные номера и пароли, а перед вступлением в торги они проходят специальную процедуру подтверждения.

В силу огромного числа участников Currenex за предоставляемые услуги биржа взимает сбор. Этот сбор состоит из ежемесячного членского взноса и сбора за совершенную сделку. Стоимость остальных услуг биржи, таких как предоставление торговой и иной информации, включается в сумму членского взноса.

В обязанности Currenex входит в том числе и обеспечение конфиденциальности информации об участниках и совершаемых ими сделках. Поэтому биржа не передает такого рода сведения для использования в любых целях третьим лицам, если на это нет согласия участников. Кроме того, участник торгов обладает полной информацией лишь о собственной торговой деятельности — доступ к информации об иных участниках для него закрыт.

Atriax — самая молодая из ведущих мировых электронных бирж. Она была создана в **Великобритании** в июне 2001 г. и расположена в Лондоне. В силу этого на нее распространяется действие закона Великобритании 1986 г. «О финансовых услугах», а сама биржа находится под надзором государственного органа по регулированию финансовых услуг.

Atriax — независимая компания, крупнейшими акционерами которой являются такие корпорации, как Citibank, Deutsche Bank, JP Morgan and Reuters.

Для участия в торгах на этой бирже необходимо пройти процедуру регистрации. Членами биржи могут быть корпорации, финансовые учреждения и банки со всего мира (физические лица к торгам не допускаются). Членство на этой бирже уже получили около 60 ведущих банков, уполномоченных на совершение валютных операций, и их количество постоянно увеличивается. Система Atriax разработана с расчетом на то, чтобы обслуживать без технических сбоев практически неограниченное число участников торгов и совершаемых ими сделок.

Участники торгов на бирже имеют бесплатный доступ ко всем новостям и к необходимой информации о рынке, который в режиме реального времени, с десятиминутным обновлением, обеспечивается системой Reuters. Помимо этого они получают исследования и прогнозы ситуации на рынке, составленные банками-членами.

В отличие от Currenex, на которой возможна торговля любыми валютами мира, на Atriax торгуется 43 валюты. Участники торгов могут

получить котировки интересующей их валюты по отношению к любой другой иностранной валюте, торгуемой на бирже. На Atriax совершаются спотовые сделки с иностранной валютой, а также форвардные сделки и сделки своп. В планы биржи входит обеспечение возможности заключения сделок «форвард—форвард», расчетных форвардов и валютных опционов.

Как и Currenex, Atriax не ограничивает своих участников в объемах заявок — они устанавливают их самостоятельно.

Atriax также обеспечивает своих участников комплексом услуг Straight Through Processing, т.е. полной автоматизацией торгового процесса. Участники могут воспользоваться автоматическим вводом заявок и исполнением сделки (используя заранее заданные условия), а могут провести ее «вручную».

Конфиденциальность информации — едва ли не важнейший приоритет биржи. На бирже установлены строгие процедуры, гарантирующие разделение информации, относящейся к участникам разных сделок. Информацией о какой-либо сделке обладают только ее стороны.

Биржа делит участников торгов на прайс-мейкеров (*price-maker*) — участников, определяющих цены на рынке иностранной валюты, и прайс-тейкеров (*price-taker*) — участников, принимающих цены, предлагаемые прайс-мейкерами. На Atriax постоянно присутствуют около 60 прайс-мейкеров, включая таких мощных участников рынка иностранной валюты, как Citibank, Deutsche Bank и JPMorgan.

Прайс-тейкеры посредством Интернета участвуют в торгах, организуемых Atriax, бесплатно. С прайс-мейкеров взимается сбор за проведенную сделку в процентном отношении к объему сделки.

На бирже, как и в любой иной корпорации, созданы наблюдательные органы: консультационный совет (Advisory Board) и банковский совет (Bank Board). Консультационный совет состоит из представителей 25 крупнейших корпораций и финансовых учреждений, зарекомендовавших себя на финансовом рынке. Этот совет главным образом представляет интересы прайс-тейкеров при обсуждении проблем развития биржи. Участие этих учреждений обеспечивает обратную связь при решении таких вопросов, как внедрение на рынок новых инструментов или услуг. Банковский совет состоит из 15 членов, включая три основных банка-акционера. Он представляет интересы прайс-мейкеров. Для совместного решения накопившихся проблем советы устраивают объединенные собрания три раза в год, а между собраниями связываются путем телеконференций.

На Atriax существует один, но весьма обширный документ, регулирующий права и обязанности участников торгов и услуги, предоставляемые биржей. Он распространяется на деятельность как прайс-мейкеров, так и прайс-тейкеров, но поскольку для прайс-тейкеров доступ к торгам может быть осуществлен бесплатно через Интернет, то все, что от них требуется — это подписать соглашение о совершении сделок в системе и зарегистрироваться, сообщив свои основные данные.

FXall — электронный организатор торгов на валютном рынке, который начал свою работу в мае 2001 г. с запуска полностью автоматизированного торгового портала. Эта биржа имеет несколько офисов — в Нью-Йорке, Лондоне, Токио — и представительство в Гонконге.

FXall — самостоятельное юридическое лицо, образованное в форме общества с ограниченной ответственностью (LLC). Для управления этой

биржей создан штат менеджеров во главе с исполнительным комитетом. Инвесторы биржи представлены в совете директоров FXall. В целях наиболее эффективного учета потребностей клиентов биржи при ней создан консультационный совет клиентов (Customer Advisory Board), куда входят наиболее активные участники рынка иностранной валюты — небанковские организации со всего мира. В работе совета принимают участие корпорации и институциональные клиенты.

Услугами FXall могут воспользоваться казначейские департаменты компаний, менеджеры по управлению корпоративными финансами, хеджевые фонды, центральные банки и иные институциональные клиенты. Для того чтобы участвовать в торгах на FXall, эти организации должны заключить соответствующее соглашение с членами биржи — ее маркет-мейкерами. На бирже постоянно присутствует около 50 маркет-мейкеров — крупнейших мировых банков, обеспечивающих ликвидность рынка. Среди них Bank of Tokyo-Mitsubishi, Dresdner Kleinwort Benson, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland. Список маркет-мейкеров не закрыт — любая крупная финансовая организация, имеющая достаточное количество корпоративных и институциональных клиентов, может подать заявление о вхождении в число маркет-мейкеров на данной бирже.

Биржа предоставляет маркет-мейкерам возможность рекламировать свои услуги на рынке иностранной валюты потенциальным клиентам. Кроме того, FXall служит своеобразным проводником информации между маркет-мейкерами и клиентами, которые пользуются их услугами.

FXall предлагает своим клиентам комплекс услуг Straight Through Processing, который позволяет существенно экономить время и средства клиентов, сокращая «ручной» ввод данных в систему, и уменьшить риск ошибок, возникающих при составлении заявки.

Члены биржи могут совершать как спотовые сделки с иностранной валютой, так и форвардные, опционные сделки и сделки «своп». Кроме того, биржа предлагает такую услугу, как «портфельная торговля» — совершение нескольких сделок с разными парами валют и датами валютирования. Посредством электронной торговой системы клиенты имеют возможность запросить котировки иностранных валют одновременно из нескольких банков, получив наглядную картину ситуации на рынке.

Как и все иные электронные биржи, FXall не ограничивает участников торгов в объемах их заявок.

FXall оперативно снабжает своих участников анализом торговой ситуации и важнейшей торговой информацией, в том числе исследованиями рынка, проведенными различными учреждениями, прогнозами курсов валют, котировками валют в режиме реального времени, информацией о предстоящих событиях, которые могут повлиять на рыночную ситуацию, новостями рынка иностранных валют и иной информацией. Биржа также предоставляет участникам возможность простой связи с веб-сайтом любого из маркет-мейкеров для оперативного получения исследований, проведенных этим маркет-мейкером.

Как и на всех иных электронных биржах, на FXall большое внимание уделяется безопасности торговли. На бирже создана система безопасности, сравнимая по надежности с системами, используемыми крупнейшими финансовыми корпорациями мира. Она включает процедуру разрешения доступа, а также различные контрольные и идентификационные процедуры. Эта система гарантирует защиту всей информации о сделках и их участниках.

10.3. УНИВЕРСАЛЬНЫЕ БИРЖИ КАК ИНСТРУМЕНТ ПОЛИТИКИ ГОСУДАРСТВА

ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ УНИВЕРСАЛЬНЫХ БИРЖ

За последнее десятилетие XX века биржевая деятельность во всем мире подверглась значительным преобразованиям, которые полностью изменили облик современной биржи. Одним из таких изменений стала **универсализация биржевой деятельности**. Ее суть состоит в том, что одна биржа организует торговлю сразу на нескольких финансовых рынках: рынке ценных бумаг, рынке срочных сделок (фьючерсов и опционов) и, в некоторых случаях, рынке иностранной валюты. Это необходимо, чтобы адаптироваться к современным условиям, сложившимся в результате глобализации мировой экономики, и выстоять в конкурентной борьбе.

Раньше биржевые торги были ограничены размерами одного помещения — биржевого зала, который не мог вместить всех желающих. Отсутствие современных средств связи, например Интернета, исключало возможность удаленного доступа к бирже, поэтому брокер, находящийся в Париже, не мог участвовать в торговле на Нью-Йоркской фондовой бирже, и наоборот. Это накладывало жесткие ограничения на возможное число непосредственных участников биржевых торгов, а сам доступ к биржевым торгам был привилегией. Как правило, биржам не приходилось конкурировать между собой за то, чтобы привлечь как можно больше участников даже в границах одной страны, а тем более на международном уровне. Немыслимой была ситуация, когда биржа, находящаяся в одном государстве, привлекала участников торгов и компании, выпускающие ценные бумаги (эмитентов), из другого государства.

Современные технологии изменили биржевую деятельность. Они позволили перевести торговлю в электронную форму, когда не имеет значения, где находится участник торгов — в биржевом зале или вне его. Появилась технология **удаленного доступа к биржевым торгам**. Она открыла для бирж перспективы по привлечению новых клиентов и в то же время породила новые проблемы. Теперь участники торгов получили возможность выбирать биржу, на которой они хотят заключать сделки. С технической точки зрения нет препятствий для того, чтобы, находясь на территории одной страны, торговать на бирже другой страны. Могут существовать юридические препятствия, но валютная либерализация и сближение законодательства разных государств привели к снятию административных барьеров для движения капитала из одной страны в другую¹⁰. Деятельность бирж вышла за рамки национальных границ, и они стали конкурировать между собой на международном уровне.

Например, чтобы привлечь инвестиции, компании не обязательно размещать свои ценные бумаги на бирже своего государства. Она может сделать это на иностранной бирже, где лучше условия и где сосредоточено больше участников торгов, которые могут предъявить спрос на ценные бумаги. Иностранцы эмитентов активно привлекают Нью-Йоркская, Лондонская фондовая биржи. Немецкая и Венская биржи совместно создали NEWEX — Новую Европейскую Биржу, которая специально предназначена для торговли ценными бумагами компаний из стран Центральной и Восточной Европы, включая Россию.

Перемещение деятельности бирж на качественно новый, международный уровень соответствует интересам инвесторов и эмитентов.

Транснациональные корпорации, чтобы привлекать инвестиции, нуждаются в международном финансовом рынке. В свою очередь, крупные профессиональные (институциональные) инвесторы (банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды) также осуществляют свою деятельность на международном уровне, перешагнув границы национальных рынков в поисках новых ценных бумаг и иных финансовых инструментов для инвестирования. Так, в США и Западной Европе уже появились фонды, которые специализируются на вложении средств на иностранных рынках, в том числе развивающихся.

Кроме того, традиционные биржи столкнулись с конкуренцией со стороны так называемых альтернативных торговых систем, которые с самого начала создаются как электронные площадки и позволяют заключать сделки с меньшими издержками, но с достаточно большой скоростью, сохраняя при этом анонимность сторон сделки. Некоторые из этих систем ориентированы только на крупных, профессиональных участников финансовых рынков и на трансграничные операции. Зато другие системы создаются самими посредниками на финансовых рынках, которые сводят заявки своих клиентов вместо того, чтобы выставлять их на биржу. Это возможно, если у такого посредника достаточно много клиентов и позволяет избежать расходов, связанных с уплатой биржевых сборов. И, как видим, в совокупности альтернативные торговые системы охватывают все категории участников, которые прямо или через брокеров участвуют в биржевой торговле. Например, в США торговля ценными бумагами через альтернативные системы в 1990 г. составляла 3% от общего объема торговли, а в 1998 г. уже, по разным оценкам, 16-18%.

Таким образом, «конкуренция» — это ключевое слово, когда мы говорим о биржевой деятельности сегодня. Организация торговли — услуга, которую биржа предоставляет участникам торгов и эмитентам, размещающим свои ценные бумаги. За это она взимает плату в виде различного рода взносов и комиссионных сборов. Инвесторы и эмитенты могут переходить с одной биржи на другую в поисках более выгодных условий и рынка, на котором присутствует наибольшее число участников. Оценивая привлекательность биржи, они руководствуются теми же критериями, что и клиенты в других отраслях экономики: качество, цена и набор предоставляемых услуг. В таких условиях может выстоять только та биржа, которая позволяет эффективно и с минимальными издержками торговать различными финансовыми инструментами в рамках одной системы. Эта идея — главная в годовых отчетах почти всех бирж за 2000-2001 гг. Так, в годовом отчете Гонконгских бирж, объединившихся в 2000 г., указано, что «повышение эффективности и уменьшение издержек будут среди долгосрочных выгод от объединения фондового и срочного рынков».

Биржи пытаются расширить рамки своей деятельности, снизить издержки и привлечь большее число участников торгов несколькими способами. К ним относятся следующие:

1. Международное сотрудничество и формирование стратегических альянсов с другими биржами: соединение торговых систем, унификация правил и условий доступа к торгам и т.п. Далее будут приведены конкретные примеры такого сотрудничества (альянс скандинавских бирж Norex, проект глобального рынка акций, разрабатываемый 9 ведущими мировыми биржами, Euronext и т.п.).

2. Соединение биржевой и расчетно-клиринговой деятельности. Все усилия биржи по созданию удобной и привлекательной торговой площадки не приведут к должному результату, если отсутствует надежная, эффективная система исполнения биржевых сделок. Поэтому многие биржи не только сводят вместе

заявки на покупку и продажу и регистрируют заключенные сделки, но и определяют права и обязанности участников по результатам торгов (клиринговая организация), в некоторых случаях и проводят расчеты по заключенным на бирже сделкам. Это пример так называемой вертикальной интеграции, когда в рамках одной организации объединены различные стадии заключения и исполнения биржевых сделок.

3. Третий метод — создание универсальных бирж.

Существование универсальных бирж возможно и выгодно, потому что все финансовые рынки взаимосвязаны и влияют друг на друга. Если рынок ценных бумаг, на котором совершаются сделки с немедленным исполнением, фиксирует стоимость акций и облигаций на сегодняшний момент, то рынок производных инструментов (срочный рынок), на котором заключаются фьючерсные и опционные сделки, отражает ожидания участников рынка относительно того, каким будет курс ценных бумаг, иностранной валюты, биржевых товаров через несколько месяцев. Срочные сделки позволяют инвесторам уменьшить свои потери или даже получить прибыль при неблагоприятном изменении цен на акции или валюту. Участники торгов, чтобы получить максимальную прибыль, разрабатывают сложную стратегию действий и одновременно заключают разные виды сделок на разных биржевых рынках. Например, нередки случаи, когда с одними и теми же ценными бумагами совершается обычная сделка, которая исполняется немедленно, и одновременно срочная сделка. Очевидно, участнику торгов проще координировать свои действия, когда он может заключить обе сделки в рамках одной биржи. Поэтому привлекательность любой биржи повышается, если она, к примеру, совмещает организацию торговли на рынке ценных бумаг с организацией торговли на рынке фьючерсов и опционов.

Так, на официальном сайте Венской биржи указывается: «Фьючерсы и опционы предоставляют широкий круг возможностей. При правильной стратегии они позволяют инвесторам извлекать прибыль при любом развитии ситуации на рынке — даже тогда, когда цены падают или рынок находится в состоянии зстоя».

Мировой опыт показывает, что универсализация биржи — достаточно эффективный метод в конкурентной борьбе. Соединение «под одной крышей» разных биржевых рынков позволяет достичь сразу нескольких целей.

- Прежде всего, уменьшаются издержки биржи. Например, материально-технические ресурсы, квалификация и опыт специалистов, которые обеспечивают торговлю на рынке ценных бумаг, могут быть использованы и для развития срочного рынка. Как и в других отраслях, здесь действует закон экономии от масштаба.

- За счет меньших издержек снижаются сборы, взимаемые биржей с участников торгов.

- Можно создать единую торговую и расчетную систему, максимально унифицировать биржевые правила.

- Универсализация биржевой деятельности позволяет планировать единую, согласованную стратегию дальнейшего развития всех финансовых рынков.

- Участникам удобнее торговать на одной универсальной бирже, сразу получив доступ ко всем рынкам, а не на нескольких специализированных.

- Универсализация бирж выгодна и органам государственной власти, регулирующим финансовые рынки. Сосредоточение всех видов биржевой торговли в рамках одной организации позволяет тщательнее отслеживать подозрительные сделки и манипулирование ценами.

- Когда биржа организует торговлю только на одном рынке, она ставит свое развитие и финансовое благополучие в полную зависимость от его

состояния. Если торговая активность на нем снизится или по каким-то причинам прекратится, биржа не сможет компенсировать свои убытки прибылью от других рынков. Универсализация позволяет распределять риски более равномерно.

Некоторые биржи специально меняют свое наименование, чтобы подчеркнуть универсальный характер своей деятельности. Так, Стокгольмская фондовая биржа после универсализации в 1998 г. сменила свое наименование на «Биржи Стокгольма». Так же поступили после слияния биржи Гонконга и Хельсинки и фондовая биржа Осло (Норвегия).

Эмитенты и инвесторы предпочитают работать на рынках с наибольшей ликвидностью, где в наибольшей степени гарантируется исполнение контрактов. В связи с распространением электронных торговых площадок, предоставляющих доступ одновременно к нескольким рынкам, развитием технологий и тенденцией глобализации биржи вынуждены предоставлять доступ на более либеральных условиях, расширять спектр финансовых инструментов и сферу своей деятельности, чтобы оставаться конкурентоспособными и удовлетворять разнообразным потребностям финансового сектора, т.е. стремиться к универсализации.

Различные торговые площадки достигают универсализма своей деятельности несколькими способами. **Первый** способ заключается в организации новых торговых секций на базе существующей биржи. Организация новых секций для внедрения торговли новыми инвестиционными продуктами является наиболее распространенной формой достижения универсализма, поскольку организация новой биржи связана с большими издержками, менее эффективна как минимум на начальном этапе. Опыт, накопленный биржей за всю историю ее существования, имеющиеся в ее распоряжении технологии и ресурсы, становятся залогом успеха вновь образуемой секции. Именно по такому пути универсализации пошла Фондовая биржа Сантьяго, Токийская фондовая биржа, Биржи Осло, Копенгагенская фондовая биржа и многие другие.

Вторым способом универсализации является слияние существующих бирж, предоставляющих услуги по организации торгов на разных рынках, чаще фондовом и срочном. Наиболее яркими и безусловно успешными примерами слияния бирж с целью универсализации стали Венская биржа, образовавшаяся в результате слияния в декабре 1997 г. Венской фондовой биржи и Австрийской биржи фьючерсов и опционов, Сингапурская биржа, объединившая в себе Фондовую биржу Сингапура и Сингапурскую международную биржу финансовых инструментов, и Гонконгская биржа. При этом стоит отметить, что до слияния каждая из бирж, впоследствии ставших частями новых универсальных бирж, была признанным участником финансового рынка. Сделанный ими шаг к универсализации стал их ответом на тенденции на мировом финансовом рынке.

УНИВЕРСАЛЬНЫЕ БИРЖИ В ПОЛИТИКЕ ГОСУДАРСТВА

Универсализация бирж не только поддержана государствами как тенденция, но и стала **элементом государственной политики**, направленной на усиление способности государства воздействовать на процессы, происходящие на национальных финансовых рынках, создавать условия для роста конкурентоспособности внутренних рынков ценных бумаг, срочных инструментов, валюты.

Универсализация бирж актуальна как элемент политики государства в области создания торговой, депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктуры рынка. Так, особенно актуально создание универсальных бирж для развивающихся рынков и стран с относительно небольшим объемом финансового рынка. США могут позволить себе существование специализированных бирж, часть которых ориентирована на акции и депозитарные расписки (Нью-Йоркская фондовая биржа), другие — на паи инвестиционных фондов (Американская фондовая биржа), третьи — на различные сегменты срочного рынка (Чикагская товарная биржа и др.). Но для других стран, чьи финансовые рынки и экономика в целом не достигли таких масштабов, существование нескольких бирж является непозволительной роскошью, разрушает ликвидность рынка, делает его фрагментарным.

Универсальные биржи и защита инвесторов. Централизация различных сегментов финансового рынка в рамках одной универсальной биржи, сосредоточение на них большей части торговой активности внутри страны дает возможность, прежде всего в условиях формирующихся рынков, регулировать одновременные действия финансовых институтов на нескольких сегментах, с различными видами финансовых инструментов. Тем самым обеспечивается честность и справедливость механизма ценообразования на связанных сегментах финансового рынка, их информационная прозрачность. Преодолевается фрагментарность финансового рынка, повышается его ликвидность и снижаются рыночный, кредитный и операционный риски.

Соответственно, с меньшими регулятивными издержками решается государством его основная задача - защита инвесторов. Широко распространены попытки манипулирования на одном сегменте финансового рынка с тем, чтобы получить спекулятивную прибыль на другом. Для государства возникает возможность создания системы интегрированного контроля за действиями профессиональных участников и биржей, более эффективного предупреждения попыток манипулирования рынком и других нарушений честности и справедливости рынка.

Универсальные биржи в системе антикризисного регулирования. Благодаря универсальным биржам расширяется способность государства осуществлять мониторинг и предупреждать финансовые кризисы, а в моменты «специальных ситуаций» – действовать сразу на нескольких сегментах финансового рынка. Финансовый кризис, зародившийся на одном сегменте финансового рынка, обычно немедленно перебрасывается и на другие сегменты, возникает синергия кризиса. Поэтому предотвратить его или уменьшить отрицательные последствия проще, если предпринять одновременные действия и на рынке ценных бумаг, и на срочном рынке, и на рынке иностранной валюты.

Универсализация бирж как часть политики государства, направленной на усиление конкурентоспособности внутреннего финансового рынка. Государства – по мере готовности внутреннего рынка - снимают запреты, связанные с размещением ценных бумаг за рубежом либо, наоборот, с деятельностью иностранных эмитентов и профессиональных участников рынка внутри страны. Создаются специализированные сегменты рынков для обращения иностранных финансовых активов и для операций на них иностранных финансовых институтов. Повсеместно признано, что изоляция национального финансового рынка ведет к его деградации, застою,

ограничивает возможности национальных компаний привлекать инвестиции на наиболее эффективных и выгодных условиях.

Напротив, взаимодействие с мировым финансовым рынком и его участниками, как правило, делает национальный рынок более конкурентоспособным и эффективным, расширяет круг инвесторов и позволяет в более короткие сроки внедрять новые технологии и методики. Подобно тому, как невозможно развитие всей национальной экономики, если она закрыта для внешнего мира, невозможно и развитие национального финансового рынка без связи с финансовыми рынками других стран.

Приведем примеры политик государства, направленных на создание универсальных бирж и за счет этого – на рост конкурентоспособности внутренних рынков.

Универсализация бирж в Гонконге. Гонконг в настоящее время является важным финансовым центром Юго-Восточной Азии, связующим звеном между Китаем, где медленно и осторожно осуществляются рыночные реформы, и остальным миром. В 1999 – 2000 гг. здесь была осуществлена масштабная реформа финансовых рынков. На момент ее начала в Гонконге независимо друг от друга действовали две биржи – фондовая и фьючерсная, на которой заключались срочные сделки с ценными бумагами, фондовыми индексами и иностранной валютой. В результате реформы они вместе со своими клиринговыми организациями были объединены в универсальную компанию “Hong Kong Exchanges and Clearing Limited” (Биржи и Клиринг Гонконга).

Такое решение было принято государством после тщательного изучения ситуации, сложившейся на мировых финансовых рынках, и перспектив ее дальнейшего развития. В марте 1999 г. администрация Гонконга выпустила отчет «О политике реформирования рынка ценных бумаг и срочного рынка» (A Policy Paper on Securities and Futures Market Reform),¹⁸⁹ который извещал о результатах проведенного исследования и обстоятельно излагал причины и суть намечаемых преобразований.

В частности, в отчете отмечалось, что в конце 90-х годов разделение фондового и срочного рынка на две биржи, действующие отдельно друг от друга, более не соответствовало задачам дальнейшего развития Гонконга и мировым условиям. В отчете указывалось: “Везде биржи сталкиваются с возросшей конкуренцией со стороны других бирж и альтернативных торговых систем с низкими комиссионными сборами... Инвесторы стали более разборчивы при выборе услуг, которые им необходимы, и цены, которую они готовы за них заплатить”. Биржи соседних государств (Малайзии, Сингапура и Тайваня), укрепившиеся за счет роста национальной экономики, активно Азии. Особенно конкуренция обострилась в ожидании того, что компании материкового Китая начнут размещать свои ценные бумаги на биржах соседних стран, чтобы привлечь дополнительные инвестиции.

¹⁸⁹ Документ размещен на официальном сайте Администрации Гонконга в Интернет по адресу www.info.gov.hk/fsb/security. Здесь и далее цитируется данный документ.

“Структура бирж и клиринговых организаций Гонконга подходила для рынка, замкнутого в национальных границах и не подвергавшегося сильной конкуренции, но теперь потребности изменились, и существующая модель безнадежно устарела. Она не сможет выстоять в сложной и конкурентной среде следующего десятилетия”. Как было отмечено в отчете, гонконгские биржи, действуя отдельно друг от друга, плохо координировали свои действия и в одних случаях дублировали друг друга, а в других, наоборот, ни одна из бирж не предлагала услуг, необходимых участникам рынка. В результате они больше конкурировали друг с другом, чем с иностранными биржами, что ослабляло позиции Гонконга на международном финансовом рынке.

Поэтому правительство предложило полностью реорганизовать финансовый рынок – произвести слияние фондовой и фьючерсной бирж, чтобы достичь за счет этого сразу нескольких целей.

-Объединить их стратегии и коммерческие интересы. Разные биржевые рынки должны взаимно дополнять друг друга, разрабатывать совместные проекты, а финансовый рынок Гонконга должен быть для участников рынка единой, согласованной структурой, а не набором разрозненных элементов.

-Объединить усилия и ресурсы бирж в таких ключевых сферах, как маркетинг, предоставление информационных услуг, интернет-технологии и программное обеспечение для электронных торгов. Раньше каждая из бирж развивала соответствующие проекты по отдельности, в результате на это уходило больше денежных средств. Экономия от масштаба, достигнутая за счет объединения, позволит снизить издержки.

-Укрепить финансовые позиции новой универсальной биржи.

В отчете подчеркивалось: “Если Гонконг не осуществит реформу, то конкуренция со стороны других финансовых центров и альтернативных торговых систем быстро сведет на нет наши преимущества”. Другой альтернативы, кроме объединения бирж, у Гонконга нет.

Слияние фондовой и фьючерсной бирж было завершено в марте 2000 г. Оно производилось в соответствии со специальным законом – Актом о слиянии бирж и клиринговых организаций. Фондовая биржа Гонконга, фьючерсная биржа и их клиринговые организации стали подразделениями новой универсальной компании – Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (далее – HKEX).

Универсализация биржи в Сингапуре. Сингапурская биржа (Singapore Exchange – SGX) образовалась в декабре 1999 г. в результате слияния двух крупных бирж, пользовавшихся международным признанием, - Фондовой биржи Сингапура (Stock Exchange of Singapore – SES) и Сингапурской международной биржи финансовых инструментов (Singapore International Monetary Exchange Ltd. – SIMEX).

Образование Сингапурской биржи стало одним из этапов в числе мер, предпринятых Валютным управлением Сингапура (Monetary Authority of

Singapore) в целях модернизации биржевого рынка. Программа модернизации включала в себя: слияние Фондовой биржи Сингапура и Сингапурской международной биржи финансовых инструментов и акционирование образовавшейся Сингапурской биржи, размещение и листинг акций Сингапурской биржи, а также комплекс мер по либерализации биржевого рынка. Слияние бирж произошло в соответствии с Законом о коммерциализации и слиянии бирж 1999 г. (Exchanges Demutualization and Merger Act of 1999, 2000 Revised Edition).

Стратегия развития Сингапурской биржи разработана Валютным управлением Сингапура (Monetary Authority of Singapore) в сотрудничестве с профессиональными участниками рынка. Разработанная стратегия включала в себя три основных пункта:

- развитие рынка в Сингапуре, усовершенствование его инфраструктуры путем привлечения новых участников, разработки и внедрения новых финансовых инструментов за счет объединения фондового и срочного рынков, предоставления клиентам широкого комплекса услуг;

- выход за границы национального рынка путем вхождения в стратегические биржевые альянсы и предоставления доступа к торгам по различным инструментам на различных рынках, а также возможности проведения клиринга по заключенным сделкам;

- расширение деятельности биржи в результате освоения новых видов деятельности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Регулирование государством финансового рынка в России, его цели, методы и сложившаяся практика являются предметом публичных дискуссий. Вопросы, которые при этом возникают, являются фундаментальными для финансового рынка.

Каковы цели государства на этом рынке? Какие из множества концепций, моделей и методов организации финансового рынка, существующих в международной практике, должны вводиться регулятором на российский финансовый рынок и в какой последовательности? Какова степень «интервенционизма» государства на различных сегментах финансового рынка? Как не создать чрезмерную регулятивную нагрузку, обеспечив при этом честность и справедливость механизма ценообразования на финансовые активы, приемлемый уровень их рисков, доходности и ликвидности? Какова последовательность осторожных и сбалансированных действий государства, позволяющих перейти к либерализованным и развитым рынкам ценных бумаг, валюты и срочных инструментов, сохраняя при этом экономическую стабильность и не допуская масштабных финансовых кризисов? Какой должна быть долгосрочная политика государства на этом рынке, чтобы сделать его конкурентоспособным в сравнении с другими формирующимися рынками и обеспечить привлечение большего объема внешних инвестиционных ресурсов?

Эта книга предназначена для того, чтобы дать - на примере многих стран - образовательный и аналитический материал для ответа на эти и многие другие вопросы.

В книге представлены основные концепции рынка ценных бумаг и модели его регулирования, сложившиеся в международной практике. Рассмотрена концепция раскрытия информации, находящаяся в центре регулирования государством финансового рынка, и механизм ее реализации на первичном и вторичном рынках. Проведен страновой анализ организационных структур, ответственных за регулирование рынка ценных бумаг и срочного рынка.

Дан сравнительный анализ сложившегося в различных странах порядка регулирования торговых систем, брокерско-дилерских компаний, коммерческих банков и других профессиональных участников фондового рынка. Концепция саморегулирования на рынке ценных бумаг сопоставлена с механизмом государственного регулирования. Раскрыт опыт развитых и формирующихся рынков в предотвращении манипулирования, инсайдерской практики и других нарушений механизма честного и справедливого ценообразования.

Рассмотрена лучшая международная практика в организации регулирования срочного рынка. Дан анализ перспективных форм регулирования фондового рынка в контексте макроэкономической политики государства. Представлена практика использования государством в

финансовой политике механизма валютных бирж, а также универсальных бирж, объединяющих фондовый, срочный и валютный сегменты.

На многих примерах показана сопоставимость российской модели регулирования фондового, срочного и валютного сегментов финансового рынка и практики регулирования, сложившейся в США, в странах Европейского Союза, на ключевых развитых и формирующихся рынках.

Вместе с тем показано ключевое значение деятельности финансовых регуляторов по стратегическому планированию, важность их постоянных усилий, направленных на поддержание честного и справедливого механизма ценообразования в условиях нарастающего объема финансовых инноваций, на рост конкурентоспособности внутренних рынков и предупреждение финансовых кризисов. В этой связи в книге приведен проект программы развития рынка ценных бумаг России до 2010 года, один из программных документов, восполняющих усилия ФКЦБ России и других финансовых регуляторов в области разработки долгосрочной политики на финансовых рынках.

Один из основных выводов этой книги - следующий. Нужно не только быть в курсе всего богатства моделей, концепций и методов государственного регулирования финансовых рынков, накопленных в международной практике. Нужно еще и уметь вместо заимствования и копирования – адаптировать, осторожно использовать это богатство в той мере, в то время и в тех формах, которые обусловлены внутренними потребностями российской экономики в развитии, степенью ее рыночной зрелости и способностью сохранять хозяйственную и финансовую устойчивость.

Приложение 1

**Экспертный Институт Российского союза промышленников и
предпринимателей
Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН
Институт международных экономических и политических
исследований РАН
Кафедра ценных бумаг Финансовой академии при Правительстве РФ
Лаборатория анализа финансовых рынков Высшей школы экономики**

Проект

Программа развития рынка ценных бумаг России до 2010 года (Москва, 2001)

Предисловие

В настоящее время, когда Россия заканчивает преодоление негативных последствий финансового кризиса 1998г., важнейшей задачей стало поддержание экономического роста, придание ему характера стабильной, долгосрочной тенденции, которая не зависит исключительно от внешнеэкономической конъюнктуры. Для этого необходимо максимально эффективное использование всех существующих механизмов привлечения инвестиций, важнейшим из которых является рынок ценных бумаг. Однако уровень развития российского фондового рынка в настоящее время не соответствует потребностям экономики.

Можно выделить два комплекса проблем: внешние, связанные с недостаточно благоприятным инвестиционным климатом в России, и внутренние, связанные с функционированием самого фондового рынка.

Сегодня российский рынок ценных бумаг лишь в отдельных случаях служит механизмом привлечения финансовых ресурсов. Рынок ценных бумаг недостаточно эффективно выполняет свою основную функцию по аккумуляции сбережений и превращению их в инвестиции.

В предыдущее десятилетие абсолютное большинство акционерных обществ, в том числе возникших в результате приватизации, не использовали возможности фондового рынка для привлечения инвестиций. Активно совершаются сделки с ценными бумагами незначительного числа эмитентов, а высокий операционный риск привел к тому, что на рынке акций велика доля оффшорных сделок.

Состояние российского фондового рынка характеризуется целым рядом недостатков, среди которых можно выделить низкий интерес населения к инвестициям в ценные бумаги, недостаточную активность эмитентов на открытом рынке капиталов, не вполне отлаженную систему взаимодействия органов государственного регулирования, а также недостаточный контроль за выполнением действующих нормативных актов.

Поставленная Президентом Российской Федерации в Послании Президента РФ Федеральному Собранию РФ от 8 июля 2000 г. задача развития финансовой инфраструктуры, когда «фондовый рынок должен

стать действенным механизмом мобилизации инвестиций, их направления в наиболее перспективные сектора экономики», требовала и требует активной государственной инвестировали в развитие новых проектов, чтобы занять место гонконгских бирж в Юго-Восточной Азии, основанной на проработанной стратегии развития рынка ценных бумаг.

В ежегодном Послании Президента РФ Федеральному Собранию РФ от 3 апреля 2001 г. Президент Российской Федерации напомнил об этой задаче, обратив внимание на недооцененность крупнейших российских предприятий, а также общую низкую капитализацию российского фондового рынка.

После этих цитат нет необходимости доказывать важность осуществления активной государственной политики, направленной на становление емкого и эффективного рынка ценных бумаг, являющегося качественным инвестиционным механизмом. В целях разрешения существующих проблем следует разработать и осуществить комплекс мер, направленных на выведение на рынок большего числа эмитентов и приобщение населения к инвестициям в отечественные акции и облигации. План необходимых действий должен быть оформлен в виде государственной программы, предусматривающей конкретные мероприятия с разбивкой на этапы для подведения промежуточных итогов.

Главными направлениями программы должны стать привлечение всех групп инвесторов, как частных, так и институциональных, нацеленных на инвестиции различной длительности; развитие всех видов торговых систем с преобладающей ролью биржевого сектора; предоставление участникам рынка возможности выбора наиболее эффективных инструментов привлечения инвестиций.

Государство должно создать все необходимые условия для выхода на рынок ценных бумаг как можно большего числа эмитентов — не только крупных компаний, но и коммерческих организаций, относящихся к среднему бизнесу. Роль государственных органов должна заключаться как в создании соответствующей нормативной базы, так и в разъяснении преимуществ, связанных с привлечением инвестиций через эмиссию ценных бумаг. Необходимо стимулировать развитие финансовых институтов и видов деятельности, связанных с оказанием профессиональной помощи эмитентам по выводу ценных бумаг на открытый рынок капиталов (андеррайтинг и др.). Именно количество эмитентов, вышедших на фондовый рынок, и объем привлеченных ими инвестиций должны стать основным критерием для оценки того, насколько эффективно функционирует и развивается рынок.

Россия должна развивать свой рынок ценных бумаг в соответствии с правилами и стандартами, принятыми в развитых странах. Дальнейшее развитие российского рынка ценных бумаг невозможно без учета мирового опыта. В то же время недопустимо слепо копировать иностранную практику, не адаптируя ее к национальным особенностям. Должен быть создан рынок, с максимальной эффективностью использующий международные стандарты для решения задач национального развития.

Один из главных вопросов заключается в том, продолжать ли ориентироваться на иностранных инвесторов, или следует опираться на внутреннего инвестора. В стратегическом плане Россия должна ориентироваться на максимально широкий круг инвесторов. Однако в краткосрочной перспективе предпочтение может отдаваться той или иной группе инвесторов, привлечение которых наиболее актуально в определенный период.

Развитие инфраструктуры национального фондового рынка должно обеспечить его конкурентоспособность, создать условия для обращения на

отечественном рынке ценных бумаг иностранных эмитентов. В настоящее время существует прямо противоположная тенденция: организованная торговля российскими ценными бумагами переносится в другие страны, где для этого создается специальная инфраструктура. Допуск на российский рынок ценных бумаг иностранных эмитентов уменьшит отток за границу денежных средств национальных инвесторов. Обращение иностранных ценных бумаг увеличит приток иностранных инвестиций, позволит гражданам использовать новые правила валютного законодательства для покупки ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте, будет способствовать развитию институциональных инвесторов и диверсификации инвестиционных рисков.

Государство в настоящее время должно взять на себя инициативу разработки стратегии развития рынка ценных бумаг совместно с профессиональными участниками рынка, эмитентами и инвесторами. Отсутствие такой стратегии является причиной многих проблем, связанных с государственным регулированием рынка ценных бумаг. На основе этой стратегии должны создаваться «правила игры», понятные для большинства участников рынка, причем не только профессиональных.

В развитии фондового рынка России следует использовать нормативную базу рынка ценных бумаг, созданную в период 1995-2000 гг.; сформировавшееся профессиональное сообщество и институты инфраструктуры, переориентировав их на решение новых задач.

При этом следует определить основные параметры функционирования рынка ценных бумаг и роль государства на этом рынке, создать эффективную систему регулирования рынка ценных бумаг и определить функции и границы участия государства на фондовом рынке. Необходимо повысить качество обслуживания эмитентов и инвесторов, увеличить долю первичного рынка и повысить эффективность инфраструктуры, оптимизировать структуру эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг и обеспечить защиту их прав и интересов. Чтобы оптимизировать структуру инвесторов, необходимо активно способствовать появлению долгосрочных инвесторов — пенсионных фондов и прочих институтов коллективных инвестиций, которые в ближайшее время могут сыграть ключевую роль в мобилизации сбережений населения.

Необходимо на уровне федерального закона определить конкретные составы правонарушений, квалифицируемых как манипулирование рынком, понятие инсайдерской информации, ввести жесткие ограничения ее использования и предусмотреть ответственность за нарушение установленных запретов и ограничений в этой области.

Представляется целесообразным внести изменения в валютное законодательство, упростив процедуру инвестирования иностранного капитала, перевести бухгалтерский учет на международные стандарты, завершить реформу налогового законодательства, направленную на дальнейшую оптимизацию налогообложения доходов, получаемых от эмиссии и совершения сделок с ценными бумагами.

В целях обеспечения функционирования рынка ценных бумаг на уровне мировых стандартов, необходимо принять Федеральный закон «О срочном рынке» и нормативные акты, регулирующие электронный документооборот и предоставление электронных финансовых услуг.

Успешная реализация Программы возможна лишь при взаимодействии и координации всех ветвей власти, профессиональных участников рынка ценных бумаг и организаций, представляющих интересы эмитентов и инвесторов. Поэтому предлагается создать при Председателе Правительства РФ специальный совещательный орган — Национальный совет по финансовым рынкам, включив в него представителей Федерального Собрания РФ, Администрации Президента РФ, Аппарата Правительства РФ, Банка России,

ФКЦБ России, Минфина РФ, Минэкономики РФ, МАП РФ, МНС РФ, представителей организаторов торговли, саморегулируемых организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг, независимых экспертов. Целью его деятельности станет формирование основных направлений государственной политики и согласования совместных действий на финансовом рынке во взаимосвязи с денежно-кредитной, валютной и бюджетной политикой государства.

Учитывая важность рынка ценных бумаг для экономического развития, необходимо ввести в практику, начиная с 2002 г., разработку и утверждение ФКЦБ России совместно и по согласованию с Банком России, Минфином и МАП России ежегодных «Основных направлений государственной политики на рынке ценных бумаг». Правовая политика, проводимая на рынке ценных бумаг, должна согласовываться с Высшим Арбитражным Судом РФ и Верховным Судом РФ.

Заместитель председателя Комитета
по кредитным организациям и финансовым рынкам,
Председатель подкомитета по фондовому рынку
Государственной Думы РФ,
доктор экономических наук,
профессор В.А. Тарачев

Современное состояние российского фондового рынка

Существует три главных обстоятельства, определяющих необходимость коренного пересмотра государственной политики на рынке ценных бумаг.

Во-первых, проведение приватизации под лозунгом будущего повышения стоимости акций приватизированных предприятий предполагало осуществление уже с 1996–1997 гг. государственных мероприятий по массовому выходу новых акционерных обществ на фондовый рынок. Только в этом случае цели и задачи приватизации могли считаться выполненными. Однако массовый фондовый рынок акций приватизированных акционерных обществ так и не был создан. Отсутствие для большинства предприятий возможности выхода на фондовый рынок резко ограничило привлечение инвестиций в реальный сектор экономики. Опыт показал, что значительная часть российских компаний в одиночку, без поддержки государственных органов, не в состоянии выйти на фондовый рынок. Отсутствие такой государственной поддержки в течение последних пяти лет затормозило расширение рынка корпоративных ценных бумаг и сузило возможность для притока значительных инвестиций в экономику.

Во-вторых, вместо массового фондового рынка фактически был создан узкий внутренний рынок для активно торгуемых акций нескольких десятков акционерных обществ. Это привело к тому, что фондовый рынок не имел значения для развития большинства приватизированных предприятий. Предприятия отдельных отраслей (например, электронной промышленности) вообще не имеют биржевых котировок. Внебиржевой рынок ценных бумаг развивался и до сих пор существует как узко спекулятивный, нацеленный на интересы незначительного числа западных инвестиционных институтов с денежными расчетами в валюте за покупку акций через оффшорные счета.

При этом западный спекулятивный инвестор, приобретающий сравнительно небольшое количество акций с единственной целью их последующей перепродажи, стал главной фигурой на российском рынке акций. Он вытеснил понятие реального инвестора, который вкладывает средства в предприятие через покупку акций, чтобы принимать участие в управлении предприятием и способствовать его успешному экономическому развитию.

Реальный инвестор в России, как и во всем мире, старается приобрести такой пакет акций, который в соответствии с национальным законодательством дает ему право на участие в органах управления обществом. Во всем мире акционерные общества ставят увеличение влияния внешнего инвестора в зависимость от величины его пакета акций. В России спекулятивный инвестор с небольшим пакетом акций часто требует тех же прав на участие в управлении предприятием, которые есть у реального инвестора, затратившего значительно большие средства на приобретение крупных пакетов акций. Такие обстоятельства препятствовали приходу стратегических инвесторов и привлечению инвестиций в реальный сектор экономики через рынок ценных бумаг.

Необходимость защиты прав стратегических инвесторов и привлечения физических лиц — российских граждан на рынок ценных бумаг требует изменения государственной политики в этой области, в том числе и в интересах открытости, прозрачности фондового рынка, противодействия утечке капитала через оффшорные зоны. Торговые системы с расчетами в рублях и в России должны стать основой для развития внутреннего рынка корпоративных ценных бумаг.

В-третьих, мировая практика показывает, что даже высокоразвитые страны (Япония), где сильный фондовый рынок не дополняет и не балансирует валютный рынок и банковскую систему, периодически сталкиваются с проблемами и кризисами финансовой системы. В России кризисные явления на рынке акций уже приводили к повышению неустойчивости всего внутреннего финансового рынка. Именно поэтому необходимы неотложные меры по восстановлению фондового рынка, а не только долгосрочные, отложенные на годы мероприятия.

Кроме того, существует проблема перемещения торговой активности с российского фондового рынка на западные рынки (объемы сделок с депозитарными расписками на российские акции в несколько раз превышают обороты на внутреннем рынке акций). Ценообразование на акции ведущих российских эмитентов полностью перемещается на рынки Германии, Великобритании, США. Объем средств, вложенных отечественными инвесторами в иностранные акции, начинает превышать величину зарубежных инвестиций в акции российских эмитентов.

Сложившийся в России рынок ценных бумаг в настоящее время не в полной мере соответствует потребностям развития экономики. Он имеет спекулятивную направленность и лишь в отдельных случаях служит механизмом привлечения финансовых ресурсов. Рынок ценных бумаг недостаточно эффективно выполняет свою основную функцию по аккумулированию сбережений и превращению их в инвестиции.

Государственная политика последних лет в целом не способствовала развитию рынка ценных бумаг и его использованию в качестве механизма превращения сбережений в инвестиции и перераспределения инвестиций в наиболее перспективные сектора экономики. Роль рынка ценных бумаг, как и всего финансового рынка, в программных документах последних лет недооценивалась, в отдельных документах рынок ценных бумаг как таковой просто игнорировался. Проводилась политика ограничения участия представителей государства в органах управления системообразующих

финансовых институтов, являющихся участниками фондового рынка.

Анализ программных документов последних лет заставляет также сделать вывод о том, что занижается потенциал рынка ценных бумаг в финансировании реального сектора. По сути, игнорируется задача развития фондового рынка в регионах.

Сегодня у России появился шанс сформировать рынок ценных бумаг, направляющий средства финансового рынка в реальный сектор экономики.

Следствием фундаментальных недостатков фондового рынка стали:

- слабая вовлеченность в работу на рынке ценных бумаг отечественных индивидуальных инвесторов;
- недостаточная заинтересованность эмитентов в выходе на открытый рынок капиталов, связанная в основном с отсутствием стимулов к привлечению инвестиций на условиях рынка, а также непониманием возможностей рынка по привлечению инвестиций и неумением самостоятельно подготовиться к выходу на рынок;
- преобладание нацеленности не только иностранных, но и российских участников рынка на получение спекулятивного дохода и отсутствие интереса к долгосрочным вложениям;
- неотработанная система взаимодействия органов государственного регулирования рынка ценных бумаг, неспособность государства оперативно и результативно воздействовать на текущие процессы, на периодически возникающие разногласия государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг и срочный рынок, отсутствие долгосрочной политики регулятора фондового рынка, направленной на строительство рынка ценных бумаг и привлечение через него масштабных инвестиций в реальный сектор;
- отсутствие механизма честного и справедливого ценообразования, возможность манипулирования ценами акций крупнейших российских эмитентов, воздействуя на рынок небольшими, до 10-20 млн. долл., объемами денежных средств;
- один из самых высоких в мире уровней рыночного риска, формируемый прежде всего внешними факторами;
- неразвитость срочного рынка и, как следствие, сокращение способности управлять рисками на рынке ценных бумаг, осуществлять ценообразование на акции ведущих российских эмитентов через механизм срочных сделок;
- наличие недостатков в правовой базе фондового рынка, недостаточный контроль за выполнением уже имеющихся нормативных актов по вопросам регулирования рынка ценных бумаг.

Чрезвычайно низка доля первичного рынка, а также рынка негосударственных эмиссионных ценных бумаг. За последние пять лет совокупный объем эмиссий, связанных с привлечением долгосрочных финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг частными эмитентами, не превышает 3,5 млрд. долл. Из них более 2 млрд. долл. приходится на зарубежные рынки (прежде всего еврооблигаций), а из оставшихся средств большая часть приходится на облигации, предусматривавшие товарное погашение. Эмиссионная деятельность российских компаний подавлена преимущественным положением государства как заемщика, отсутствием сильной государственной политики, создающей возможности использования рынка ценных бумаг в качестве источника инвестиций.

В то же время рынок ценных бумаг России имеет большой потенциал развития.

Потенциально широк круг участников рынка ценных бумаг. С одной стороны, населением может быть инвестировано до 30–40 млрд. долл. из

общего объема неучтенных сбережений, оцениваемых в 60–70 млрд. долл. Объем инвестиций, который может быть предложен российским эмитентам иностранными инвесторами, основываясь на экономическом опыте других стран, находящихся в состоянии модернизации, составляет, по оценке, до 10–15 млрд. долл. прямых инвестиций и до 20 млрд. долл. портфельных инвестиций. С другой стороны, в процессе приватизации создано огромное количество открытых акционерных обществ, из которых 200–300 в ближайшие десять лет потенциально могут выйти на рынок в качестве крупных эмитентов. В случае реализации мер по снижению риска и привлечению инвестиций на предприятия объем эмиссий их ценных бумаг за десять лет может составить до 200–250 млрд. долл.

В настоящее время на рынке ценных бумаг сконцентрированы наиболее квалифицированные специалисты, уверенно ориентирующиеся в практике функционирования отечественного и мирового финансовых рынков. Созданы торговые системы, расчетно-депозитарная и регистрационная инфраструктура, которые действуют в национальном масштабе и находятся в технологическом отношении на уровне мировых стандартов. Профессиональные участники рынка ценных бумаг способны к быстрому наращиванию операционной способности, обладают высоким потенциалом расширения услуг инвесторам, что они неоднократно демонстрировали в периоды роста рынка. Профессиональные участники рынка ценных бумаг функционируют достаточно эффективно и на уровне мировых стандартов. Кроме того, рынок ценных бумаг России отличается невысоким уровнем криминализации, а дисциплина исполнения обязательств весьма высока в сравнении с другими секторами российской экономики в целом и финансового рынка в частности. На рынке ценных бумаг активно применяются передовые технологии, связанные с внедрением новых систем связи и информационных технологий.

Проблемы современного российского рынка ценных бумаг могут быть разделены на две группы:

- внешние, связанные с недостаточно благоприятным инвестиционным климатом в России, что негативно отражается на развитии фондового рынка;
- внутренние, связанные с функционированием самого фондового рынка.

Введение государством политики, стимулирующей инвестиции в реальный сектор на основе развития фондового рынка, немедленно имеет следствием рост его потенциала и быстрое расширение привлекаемых в экономику денежных ресурсов.

Примером того, как государственная политика может способствовать развитию фондового рынка, может быть следующий факт. В 1999 г. в Москве был отменен налог на доходы физических лиц от продажи ценных бумаг через крупнейших профессиональных брокеров в части сумм, перечисляемых в бюджет субъекта федерации. После этого, по данным Регионального отделения ФКЦБ в Центральном федеральном округе, объем сделок с акциями вырос более чем в три раза. К концу 2000 г. на долю физических лиц приходилось более 12% всего российского рынка акций.

Однако в целом государственное регулирование не успевает за реальной практикой. В будущем этот разрыв может стать одной из основных угроз развитию рынка. Кроме того, высокий операционный риск привел к тому, что, по оценкам брокеров, доля оффшорных сделок на рынке акций составляет не менее 25–30%.¹⁹⁰ **Должен быть сделан выбор между дальнейшим развитием**

¹⁹⁰ В конце 1998 года – первой половине 1999 года доля оффшорных операций на рынке акций, по оценкам, превышала 80%.

ранее существовавшей модели рынка образца 1994–2000 гг. и новой моделью, которая ориентирована на выведение на рынок большего числа эмитентов и приобщение населения к инвестициям в отечественные акции и облигации. Это решение должно быть оформлено в виде государственной программы, предусматривающей конкретные мероприятия на 2 года с подведением промежуточных итогов каждые 6 месяцев.

В конце 2003 г. должны быть подведены итоги выполнения программы по основным параметрам рынка с поправкой на реальную экономическую конъюнктуру. Это позволит подтвердить или опровергнуть правильность выбранного пути, внести необходимые коррективы, уточнить задачи. Двухлетний цикл обусловлен тем, что примерно такой срок потребуется для полного восстановления доверия к России со стороны иностранных инвесторов.

Год 2005-й должен стать знаковым моментом для оценки всего достигнутого за прошедший период времени и принятия государственной программы на период до 2010 г.

Среди потенциальных угроз развитию рынка ценных бумаг в ближайшее десятилетие в качестве основных следует выделить:

- постоянно присутствующую угрозу массового оттока инвестиций из-за сохранения спекулятивной ориентации рынка ценных бумаг и высокого уровня инвестиционного риска, сохранение нестабильности рынка;
- отсутствие крупных инвестиций в реальный сектор через фондовый рынок, сохранение искаженного механизма ценообразования на отечественные акционерные капиталы и долговые обязательства, неспособность привлечь крупные портфельные и прямые иностранные инвестиции;
- ослабление способности российского государства позитивно влиять на корпоративное управление в российских предприятиях вследствие того, что основными акционерами этих компаний станут нерезиденты;
- перемещение операций с ценными бумагами за пределы Российской Федерации вследствие узости отечественного рынка, сохранения высоких операционных рисков, нерешенных проблем валютного, налогового и другого законодательства; как следствие, утрата отечественной отрасли ценных бумаг;
- возникшую вследствие дефолта вероятность изоляции России от мировых финансовых рынков;
- уход с рынка наиболее квалифицированных специалистов вследствие снижения рентабельности фондового бизнеса;
- негативное воздействие мировых финансовых кризисов на российский рынок ценных бумаг, не защищенный в настоящее время от подобных воздействий; сохранение неустойчивости рынка вследствие недостаточной инвестиционной базы;
- превращение рынка акций в рынок контрольных пакетов.

Имеет место также угроза окончательной утраты доверия населения, у которого негативное отношение к рынку ценных бумаг начало формироваться еще в период приватизации. Серьезная попытка государства восстановить стоимость акций, их экономическую ценность для широких кругов инвесторов могла бы стать важной частью работы по восстановлению доверия населения к реформам и к государству в целом.

Следствием дефолта 1998 г. стал высокий уровень недоверия к России со стороны крупнейших мировых инвесторов.

Следует учитывать и другую угрозу, психологического свойства. В развитых странах сформировалась устойчивая тенденция оценки стабильности экономики по показателям корпоративного фондового рынка, в силу чего

показатели слабого, небольшого и зависимо от многих случайных факторов фондового рынка России воспринимаются мировым финансовым сообществом как индикаторы состояния российской экономики в целом. Поскольку показатели российского рынка корпоративных ценных бумаг в значительной мере зависят от движения западных финансовых рынков, существует угроза, что конъюнктурные и случайные колебания фондового рынка России будут сводить на нет положительные показатели экономического роста и занижать кредитный рейтинг страны, регионов и отдельных предприятий.

Основной итог представленного анализа—следующий: в настоящее время российский рынок ценных бумаг не выполняет всех тех функций, которые он должен выполнять в экономике, но в то же время он обладает серьезным потенциалом развития, в первую очередь — в части финансирования российских компаний.

Поэтому необходимо проведение активной государственной политики, направленной на становление емкого и эффективного рынка ценных бумаг, являющегося качественным инвестиционным механизмом.

Сценарии и альтернативы развития

Среди возможных сценариев развития следует выделить два наиболее вероятных.

1. Сохранение в общих чертах пути развития рынка ценных бумаг России, существовавшего в 1994–2000 гг.

2. Переход к иному сценарию развития, предполагающему другие ключевые характеристики, и выбор в качестве ориентира одной из альтернативных моделей развития рынка ценных бумаг, существующих в мире. Если такой ориентир не будет избран, России придется выбирать между развитием в соответствии с мировым опытом и стандартами и развитием по собственным рецептам в изоляции от мирового финансового рынка.

Выбор между действующим сценарием развития рынка ценных бумаг и новым сценарием нужно делать сейчас. Необходимо либо модернизировать модель 1995–2000 гг., либо создать новую, ориентированную на разрешение ключевых проблем и устранение угроз, указанных выше при анализе текущей ситуации. Действующий сценарий развития рынка ценных бумаг предполагает низкую активность эмитентов и частных инвесторов; зависимость от иностранных инвестиций; небольшое число инвесторов, ориентированных на долгосрочные вложения. Данные характеристики, ключевые для понимания современного состояния рынка, обусловили дефолт по государственным обязательствам в 1998 г., отсутствие притока инвестиций с рынка ценных бумаг в реальный сектор (имел место, наоборот, отток), высокую волатильность и низкую ликвидность рынка. *Этот путь неприемлем. Нужно разрабатывать и реализовывать новую концепцию развития рынка ценных бумаг, которая предполагает:*

- привлечение всех групп инвесторов (при этом, в зависимости от изменения текущей ситуации, должны меняться приоритеты государственной политики привлечения инвестиций);

- присутствие всех известных групп институциональных инвесторов, специализирующихся на инвестициях различной длительности (самые долгосрочные инвестиции — негосударственные пенсионные фонды, краткосрочные инвестиции — прежде всего коммерческие банки);

- активное использование саморегулирования с учетом последних мировых тенденций в этой области;

- развитие всех видов торговых систем с преобладающей ролью биржевого

сектора;

- предоставление участникам рынка возможности выбора наиболее эффективных инструментов привлечения инвестиций;

- активную политику государства, направленную на развитие рынка ценных бумаг (вывод предприятий на фондовый рынок, создание рынка коммерческих бумаг, обеспечение возможностей для использования иностранными инвесторами, ориентированными на средне- и долгосрочные инвестиции, рублевых средств на внутреннем рынке, введение для широкой группы предприятий обязательных биржевых котировок, решение проблемы конвертирования добавочных капиталов в акционерные капиталы, снижение для эмитентов издержек, связанных с выходом на рынок ценных бумаг) и т.д.

В то же время в дальнейшем развитии рынка ценных бумаг России следует использовать значительную часть нормативной базы рынка ценных бумаг, созданной в период 1995–2000 гг., сформировавшееся профессиональное сообщество и институты инфраструктуры, переориентировав их на решение новых задач.

Россия должна развивать свой рынок ценных бумаг в соответствии с правилами, принятыми во всем мире, более активно привлекая инвесторов. Невозможно создать специфическую модель развития российского рынка ценных бумаг, не учитывающую мировой опыт. В то же время недопустимо слепо копировать иностранную практику без учета особенностей России. Должен быть создан рынок, с максимальной эффективностью использующий международные стандарты для решения задач национального развития.

Выбор модели дальнейшего развития российского рынка ценных бумаг должен осуществляться с максимальным учетом интересов инвесторов и с обязательной защитой национальных интересов. Несмотря на распространенные заблуждения, никакого противоречия между этими двумя условиями в реальности не существует, они совмещаются в рамках одной модели.

В ближайшие 2-3 года в первую очередь следует ориентироваться на внутреннего инвестора. Этот период времени должен быть использован для максимального задействования внутренних инвестиционных возможностей, создания массового внутреннего инвестора, который ориентирован на долгосрочные вложения и не уйдет с рынка в периоды потрясений. Однако следует помнить, что внутренний инвестиционный потенциал России в настоящее время примерно в 20 раз меньше суммарной потребности российской экономики в капитале для целей модернизации. Поэтому после создания условий для внутреннего инвестора и соответствующего укрепления рынка необходимо активно привлекать также и внешних инвесторов. В течение ближайших двух лет необходимо постоянно улучшать имидж России в глазах иностранных инвесторов, снижать уровень рисков, связанных с отечественной экономикой.

В настоящее время даже имеющиеся в стране средства не используются в полной мере для внутренних инвестиций, а переводятся за границу, в том числе с целью инвестирования в ценные бумаги иностранных эмитентов. Действующее валютное законодательство позволяет физическим лицам–резидентам переводить за рубеж иностранную валюту в сумме до 75000 долл. с целью приобретения прав на ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте (п. 2 ст. 6 Закона РФ «О валютном регулировании и валютном контроле»).

В такой ситуации одним из способов предотвращения оттока за границу средств, которые могли бы быть направлены на российский фондовый рынок, может стать допуск на него ценных бумаг иностранных эмитентов. Обращение таких ценных бумаг:

- увеличит приток иностранных инвестиций, так как капитал,

полученный иностранными компаниями в России, часто реинвестируется в российскую экономику или местные коммерческие операции эмитента;

- принесет выгоду российской экономике, поскольку сбережения российских компаний и граждан будут инвестироваться в отечественный фондовый рынок, играющий роль эффективного посредника;

- будет способствовать укреплению доверия к национальному финансовому рынку, по мере того, как институциональные и мелкие инвесторы будут становиться участниками глобального рынка капитала;

- позволит гражданам использовать новые правила либерализованного валютного режима для покупки ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте (на сумму до 75000 долл.), через местных российских брокеров, вместо размещения таких средств в оффшорных банках;

- будет способствовать реализации усилий правительства в области пенсионной и банковской реформ, предоставляя институциональным инвесторам дополнительные возможности для инвестиций и диверсификации их инвестиционных портфелей;

- будет способствовать развитию институциональных инвесторов, таких как банки (в том числе инвестиционные), страховые компании, публичные и частные пенсионные фонды, увеличивая их количество и диверсифицируя инвестиционные риски.

Открытие российского рынка капиталов ценным бумагам иностранных эмитентов должно происходить постепенно. Этот процесс целесообразно разделить на несколько этапов.

2002–2003 гг. — внесение необходимых изменений в законодательство о валютном регулировании и о рынке ценных бумаг. В частности, необходимо законодательно закрепить возможность обращения иностранных ценных бумаг и депозитарных расписок на российском фондовом рынке. При этом целесообразно ограничить участие иностранных эмитентов на российском рынке условием допуска российских эмитентов на соответствующие национальные рынки.

2003–2005 гг. — повышение привлекательности российского фондового рынка для иностранных эмитентов, модернизация его инфраструктуры, повышение роли саморегулируемых организаций.

После 2005 г. — развитие инфраструктуры российского фондового рынка до уровня международного финансового центра.

Цели и задачи развития

Основной целью развития рынка ценных бумаг России в ближайшее десятилетие должно стать его превращение в высокоэффективный механизм перераспределения финансовых ресурсов, способствующий существенному увеличению инвестиций в российскую экономику и снижению стоимости инвестиционных ресурсов. Применительно к текущей ситуации, рынок ценных бумаг должен превратиться из механизма обслуживания преимущественно спекулятивных операций в механизм перераспределения инвестиций. Необходимо переориентировать финансовые потоки в реальный сектор экономики. Должен быть обеспечен рост конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг в сравнении с другими формирующимися рынками и рынками-конкурентами в Центральной и Восточной Европе.

Для этого требуется улучшить количественные и качественные параметры рынка ценных бумаг. Прежде всего, в ближайшие годы (до 2005 г.) необходимо существенно увеличить емкость российского рынка ценных бумаг, повысив его капитализацию в 5-7 раз, объем торговли — в 10-15 раз, а объем привлечения инвестиций путем эмиссии ценных бумаг — в 20-30 раз. Рост показателей рынка ценных бумаг приведет к повышению его

устойчивости, он будет защищен от масштабных оттоков спекулятивного капитала, от других неблагоприятных последствий кризисных явлений на мировом финансовом рынке. Другими словами, увеличение емкости рынка означает также *рост стабильности рынка, его защищенности от неблагоприятных внешних воздействий.*

Кроме совершенствования структуры инвесторов, необходимо также оптимизировать другие структурные характеристики рынка ценных бумаг. Одной из ключевых целей структурного развития рынка ценных бумаг в ближайшее десятилетие является *увеличение доли первичного рынка за счет активизации эмиссионной деятельности российских компаний.*

Следующей целью является *повышение эффективности функционирования рынка ценных бумаг*, проявляющееся в снижении затрат инвесторов и эмитентов по выходу на рынок, а также в увеличении рентабельности их присутствия на рынке (для инвесторов это повышение доходности и надежности операций; для эмитентов — повышение эффективности рефинансирования).

Как следствие, значимой задачей становится *улучшение функционирования рынка ценных бумаг, повышение качества обслуживания эмитентов и инвесторов.*

Необходимым условием эффективного развития рынка является переориентация эмитентов на использование рынка ценных бумаг в целях привлечения инвестиций. Поэтому еще одной задачей является *оптимизация структуры эмитентов.* Эта задача включает создание благоприятных предпосылок для выхода производственных компаний на рынок ценных бумаг. Создание благоприятных предпосылок предполагает повышение капитализации российских предприятий, что в значительной мере зависит от формирования широкой инвестиционной базы. Кроме того, выход новых эмитентов на рынок ценных бумаг требует наличия профессиональных участников, оказывающих соответствующие услуги, и необходимой инфраструктуры. Таким образом, задача по выводу российских предприятий на фондовый рынок в качестве эмитентов также опирается на решение задачи по улучшению обслуживания эмитентов на рынке ценных бумаг. Для оптимального решения этих проблем требуется серьезно изменить направление политики государства на рынке ценных бумаг. Прежде всего, необходимо определить стратегию развития рынка. Государство должно выделить фондовый рынок в качестве одного из приоритетов своей экономической политики.

На основе утвержденной стратегии государство должно определить основные приоритеты своей политики на рынке ценных бумаг и свою роль на этом рынке. Развитие рынка ценных бумаг во всем мире ускоряется, поэтому чрезвычайно важно уметь прогнозировать основные тенденции развития и своевременно реагировать на их изменение. В связи с этим *определение роли государства и основных направлений его политики на рынке ценных бумаг представляется первостепенной задачей.*

Таким образом, комплекс задач (и, соответственно, комплекс мероприятий), которые необходимо решить для достижения вышеуказанных целей, может быть представлен следующим образом.

1. Определить основные параметры функционирования рынка ценных бумаг и роль государства на этом рынке. Проводить активную государственную политику на рынке ценных бумаг.

1.1. Создать эффективную систему регулирования рынка ценных бумаг. Постоянно совершенствовать его правовое регулирование.

1.2. Определить функции государства на рынке ценных бумаг и добиться эффективного исполнения этих функций. Определить границы участия государства в операциях на рынке ценных бумаг (как заемщика и как продавца).

1.3. Проводить активную государственную политику поддержки бизнеса в создании новых рынков, новых классов финансовых инструментов и финансовых технологий.

2.Повысить качество обслуживания эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг. Повысить эффективность функционирования рынка ценных бумаг.

2.1. Оптимизировать налогообложение профессиональной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг.

2.2. Увеличить долю первичного рынка, осуществить массовый вывод предприятий на рынок ценных бумаг под инвестиционные проекты.

2.3. Оптимизировать структуру профессиональных участников рынка, улучшить их финансовое состояние и операционную способность.

2.4. Повысить эффективность инфраструктуры рынка ценных бумаг.

2.5. Обеспечить честное и справедливое ценообразование на рынке как ключевое условие прихода массового инвестора.

3.Создать широкую инвестиционную базу рынка ценных бумаг и благоприятные условия для осуществления на нем инвестиционной деятельности.

3.1. Оптимизировать структуру инвесторов, создать условия для выхода на рынок массового розничного инвестора.

3.2. Обеспечить эффективную защиту интересов инвесторов и соблюдение интересов всех групп участников рынка ценных бумаг.

4. Оптимизация структуры эмитентов, вывод на рынок не только крупных приватизированных предприятий, но и молодых компаний, обеспечивающих потенциал роста и инноваций в экономике.

5. Создать макроэкономические условия для развития рынка ценных бумаг как источника инвестиций в реальный сектор.

Все вышесказанное должно быть включено в проект Государственной программы с разбивкой на определенные этапы для подведения промежуточных итогов. Основные критерии оценки выполнения программы: капитализация рынка и количество корпоративных эмитентов, чьи ценные бумаги обращаются на рынке.

Государство в настоящее время должно взять на себя инициативу разработки стратегии развития рынка ценных бумаг совместно с профессиональными участниками рынка, эмитентами и инвесторами. Отсутствие такой стратегии является причиной многих проблем, связанных

с государственным регулированием рынка ценных бумаг, в том числе проблемы четкого разграничения полномочий государственных органов. На основе этой стратегии должны создаваться «правила игры», понятные для большинства участников рынка, причем не только профессиональных.

Эффективная система регулирования рынка ценных бумаг

Система регулирования рынка ценных бумаг должна предусматривать два уровня регулирования и три уровня нормативных актов. При регулировании рынка ценных бумаг должны активно использоваться механизмы саморегулирования, поэтому двумя уровнями регулирования должны быть:

- государственные органы, включая Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг;
- саморегулируемые организации.

Среди государственных органов регулирования на рынке ценных бумаг ведущую роль играет Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Этот орган должен осуществлять прогнозирование развития рынка и корректировать в соответствии с новыми тенденциями стратегию развития рынка и концепцию государственной политики на рынке ценных бумаг.

Основным критерием оценки деятельности ФКЦБ в ближайшие годы должен стать объем инвестиций, привлеченных российскими эмитентами на отечественном рынке ценных бумаг.

Необходимо уточнить законодательство об участии государства в операциях на рынке ценных бумаг. Участие государства на рынке ценных бумаг в качестве продавца акций приватизируемых предприятий должно быть усилено в части расширения возможностей по выводу приватизируемых предприятий на рынок. Государство должно иметь возможность не только продавать крупные пакеты единовременно, но также и продавать акции мелкими партиями в течение длительного периода на организованном рынке, используя услуги специально аккредитованных агентов и размещая акции через торговые системы, специализирующиеся на организации первичного рынка.

Должна быть существенно усилена роль государства как гаранта прав инвесторов на рынке ценных бумаг. Необходимо усилить функции государства как контролера на рынке. В течение ближайшего года необходимо существенно активизировать контроль государства за операциями на рынке ценных бумаг и деятельностью участников рынка (эмитентов, инвесторов, профессиональных участников).

Функция контроля на деле должна обеспечивать честность и справедливость механизма ценообразования, преодоление фрагментарности и информационной неэффективности рынка, защиту инвесторов от манипулирования и использования инсайдерской информации, ведение операций исключительно в рамках профессиональной этики, создание надлежащих механизмов управления рисками.

Для оптимизации налогообложения профессиональной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг необходимо осуществить следующие меры:

- перенести центр тяжести налогообложения физических лиц на

потребление с целью высвобождения средств населения для инвестиций, для чего, в частности:

- законодательно определить статус специальных инвестиционных счетов, открываемых частными лицами у лицензированных брокеров и банков с целью осуществления инвестиций в ценные бумаги, которые не облагаются подоходным налогом вплоть до закрытия такого счета; либо
- предусмотреть отдельный налог на доходы, получаемые частными лицами от операций с ценными бумагами и от владения ценными бумагами, установив его на уровне не более 10%;

- в целях стимулирования эмиссионной деятельности производственных предприятий отменить налог на операции с ценными бумагами и законодательно запретить заменять указанный налог регистрационным, гербовым или иным сбором;

- устранить двойное (в отдельных случаях — тройное) налогообложение доходов инвесторов, пользующихся услугами институциональных инвесторов, ввести дополнительные налоговые льготы для институциональных инвесторов, осуществляющих вложения в ценные бумаги реального сектора;

- ввести специальные льготы для всех классов инвесторов, прежде всего — иностранных и розничных внутренних инвесторов, за инвестиции в ценные бумаги на длительный срок, либо в ценные бумаги отраслей, связанных с инновациями или имеющих иное приоритетное значение для общества.

Как показал опыт Москвы, снижение подоходного налога по операциям физических лиц с ценными бумагами способно привести к кардинальному увеличению объема операций, а также к повышению объемов сбора налогов. Увеличивается сбор не только подоходного налога, но и налогов, уплачиваемых профессиональными участниками рынка вследствие роста объемов операций. В данном случае ярко выражен мультипликативный эффект увеличения операций с ценными бумагами, осуществляемых физическими лицами.

Кроме создания новых секторов организованного рынка, необходимо также существенно увеличить долю первичного рынка эмиссионных ценных бумаг. Для этого следует стимулировать развитие видов деятельности, непосредственно ориентированных на первичный рынок (андеррайтинг), создать для них надлежащую правовую базу. Это потребует изменений в инфраструктуре рынка, направленных на удовлетворение потребностей в услугах, обеспечивающих размещение ценных бумаг.

Для оптимизации структуры профессиональных участников рынка необходимо:

- увеличить долю участия коммерческих банков на фондовом рынке;
- увеличить количество крупных брокеров-дилеров, способных предоставить широкий круг услуг большому числу клиентов, вне зависимости от их расположения и размера денежных средств, направляемых на фондовый рынок;

- увеличить количество профессиональных участников, оказывающих полный комплекс услуг на рынке ценных бумаг;

- увеличить количество профессиональных участников, обслуживающих физических лиц;

- улучшить финансовое состояние профессиональных участников;

- снизить барьеры для входа на рынок брокерско-дилерских компаний с одновременным усилением контроля за их деятельностью;

- содействовать развитию региональной сети брокерско-дилерских компаний и их филиалов и отделений;

- существенно увеличить количество профессиональных участников рынка, способных оказывать эффективные услуги андеррайтинга, а также другие услуги, необходимые для осуществления эмиссий ценных бумаг.

Существующая сегодня инфраструктура финансовых рынков ориентирована в первую очередь на обслуживание спекулятивных операций. Поэтому необходимо обеспечить ее переориентацию на привлечение инвестиций российскими компаниями. Для этого целесообразно в первую очередь развивать следующие элементы инфраструктуры:

- информационно-аналитические и консультационные центры по вопросам привлечения инвестиций;
- торговые системы, ориентированные на организацию первичных рынков ценных бумаг;
- рейтинговые агентства, оценивающие кредитоспособность эмитентов;
- институты, специализирующиеся на предоставлении поручительств по займам, а также страховании инвестиционных рисков.

Необходимо содействовать созданию инфраструктуры рынка долгов российских компаний, с помощью которого предприятия могли бы эффективно урегулировать проблему взаимной задолженности. Одновременно требуется создание инфраструктуры для таких секторов рынка ценных бумаг, как рынки векселей и складских расписок, которые непосредственно связаны с долгами российских компаний. При этом необходимо обеспечить публичность и эффективное регулирование институтов, обеспечивающих обращение неэмиссионных ценных бумаг, полноценное раскрытие информации и механизм честного и справедливого ценообразования на этом рынке.

Следует предусмотреть, что проспект эмиссии, предполагающий публичное размещение ценных бумаг на сумму более 5 млн. долл., может быть зарегистрирован только при наличии андеррайтера, подтверждающего привлекательность данной эмиссии для инвесторов.

Для небольших эмиссий, не предназначенных для обращения на публичном рынке, может быть введен упрощенный порядок регистрации.

Необходимо стимулировать биржевую торговлю. Одновременно следует укрепить систему исполнения сделок, заключенных на внебиржевом рынке, путем создания клиринговых палат и информационных систем.

Необходимо осуществить комплекс мер по развитию организаторов торговли, формирующих региональные рынки ценных бумаг. Для этого нужно предусмотреть возможность льгот, решение о которых принимается на уровне субъекта федерации. Следует поставить задачу многократного увеличения количества фондовых центров (фондовых магазинов), ориентированных на обслуживание населения.

Требуется также предусмотреть возможность размещения ценных бумаг с использованием сети Интернет. Для этого необходимо:

- создать правовую основу для осуществления торговых операций с использованием сети Интернет и аналогичных сетей, в том числе урегулировать статус электронных документов, подтверждающих право собственности и иные права и полномочия;
- разработать программные продукты, обеспечивающие заключение сделок в сети Интернет и перерегистрацию прав на купленные ценные бумаги;
- организовать сеть Интернет-центров, используемых для размещения ценных бумаг среди как можно большего количества мелких инвесторов в различных регионах страны.

Необходимо также существенно снизить риск, возникающий при проведении расчетов на внебиржевом рынке, что обусловлено слабостью банковской системы. Для этого следует осуществить мероприятия по повышению устойчивости коммерческих банков как элементов расчетной системы.

Чтобы оптимизировать структуру инвесторов, необходимо активно стимулировать осуществление долгосрочных инвестиций в корпоративные ценные бумаги, ввести поощрительные оценки уровня риска таких вложений. Важно восстановить отрасль инвестиционных фондов, созданную в 90-е годы и в настоящее время полностью разрушенную. При этом особенно важно участие в долгосрочных инвестициях коммерческих банков, которые в российской практике являются наиболее крупными и капитализированными финансовыми институтами. Важнейшей задачей является создание новых классов институциональных инвесторов—инвестиционных, компенсационных и пенсионных фондов, созданных отдельными компаниями и позволяющих не только расширить спрос на ценные бумаги, но и создать системы дополнительного стимулирования труда персонала. Необходимы специальные меры по развитию доверительного управления (доверительные счета частных инвесторов, управление средствами благотворительных фондов, компании доверительного управления).

Необходимо создание правовых основ для деятельности институциональных инвесторов. Нужно ускорить принятие и реализацию закона «Об инвестиционных фондах», который мог бы способствовать аккумулированию капиталов, принадлежащих самым разным группам инвесторов (как внутренних частных, так и иностранных), создав необходимые правовые основы для деятельности инвестиционных фондов. Необходимо разработать новый закон, который установит основные критерии выделения инвестиционных банков и инвестиционно-банковской деятельности, требования к ним, а также определит сферы деятельности, требующие лицензии инвестиционного банка, и полномочия государственных органов по привлечению финансирования для корпоративных клиентов.

В значительной мере Россия будет ориентироваться в ближайшее десятилетие на мировых инвесторов. Исключение составит период примерно до 2004 г., что обусловлено следующими факторами:

- до 2004 г. уровень кредитного рейтинга России не позволит осуществлять привлечение инвестиций на приемлемых условиях: условия привлечения инвестиций на мировом рынке для российских реципиентов в этот период в целом будут хуже, чем на внутреннем;
- привлечение значительных объемов иностранных инвестиций на развивающихся рынках начинается только при высоком уровне активности внутренних инвесторов;
- сегодня существует благоприятная возможность значительного увеличения внутренних инвестиций при условии реализации целенаправленной политики в этой сфере.

Поэтому в ближайшие два года необходимо привлекать средства внутренних инвесторов, и прежде всего — населения. В последующий период необходимо стимулировать иностранные инвестиции, при этом должен быть осуществлен переход от стимулирования отдельных групп иностранных инвесторов (прежде всего ТНК и портфельных инвесторов, ориентированных на прирост капитала) к стимулированию инвестиций всех групп (ТНК, средних производственных компаний, коммерческих банков, инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний и т.д.). При этом в будущем должна быть проведена поэтапная и взвешенная либерализация доступа внешних инвесторов на внутренний рынок и их операций с рублевыми средствами. Одновременно должны вводиться рыночные меры, препятствующие мгновенному выводу «горячих» денег с внутреннего рынка.

Привлечение на рынок населения в качестве инвестора предполагает:

- увеличение количества инструментов, ориентированных на население;
- создание специализированных инфраструктурных институтов,

ориентированных на обслуживание мелких инвесторов, — фондовых центров (фондовых магазинов);

- оптимизацию налогообложения доходов, получаемых физическими лицами от операций с ценными бумагами;
- снижение издержек физических лиц, инвестирующих в ценные бумаги.

Для увеличения количества инструментов, ориентированных на население, соответствующим государственным органам необходимо разработать правила выпуска:

- нерыночных ценных бумаг, которые гарантируются западными финансовыми организациями или правительством и держателями которых могут быть только физические лица;
- облигаций, защищенных от инфляции (доходность по которым привязана к дефлятору ВВП) и валютного риска (номинал которых выражен в валюте).

Положительный опыт работы по созданию специализированных фондовых центров (фондовых магазинов) уже есть. В Москве создан и успешно работает с индивидуальными инвесторами ряд фондовых центров. Следует учитывать, что в регионах население склонно приобретать ценные бумаги местных, известных ему предприятий. Поэтому чрезвычайно важно развитие региональных сегментов российского рынка ценных бумаг с использованием существующих региональных биржевых структур (для работы с юридическими лицами) и фондовых центров (для работы с населением). При этом первоначальная котировка ценных бумаг предприятия-эмитента на местном организованном рынке может предшествовать котировке на общероссийском рынке. Следует распространить на другие регионы опыт Санкт-Петербурга по созданию биржевого сегмента для растущих компаний малого и среднего бизнеса в Северо-Западном регионе.

В целях снижения издержек физических лиц следует ввести для них фиксированный сбор за перерегистрацию прав собственности на ценные бумаги на уровне одного минимального размера оплаты труда.

В ближайшие годы особую актуальность приобретет стимулирование инвестиционной деятельности коммерческих банков и страховых компаний. Эти финансовые учреждения накопили определенный объем краткосрочных финансовых ресурсов, однако их использование для инвестиций на рынке ценных бумаг в настоящее время крайне недостаточно. Для вовлечения этих ресурсов необходимо как развитие рынка краткосрочных инструментов и повышение надежности этих инструментов, так и смягчение ограничений на инвестиции коммерческих банков и страховых компаний в негосударственные ценные бумаги.

Для обеспечения интересов инвесторов необходимо существенно повысить эффективность и уровень корпоративного управления. В той части, в которой действующее законодательство позволяет это делать, исполнительная власть должна жестко пресекать нарушения прав инвесторов. Следует внести в законодательство дополнительные нормы, направленные на защиту прав акционеров, а также на защиту прав добросовестного приобретателя ценных бумаг.

Необходимо обеспечить защиту стратегических инвесторов от недобросовестных действий миноритарных акционеров, для чего законодательно определить права прямых инвесторов, владеющих крупными пакетами акций, которые, однако, не предоставляют достаточного числа голосов для реализации контроля над акционерным обществом.

Защита прав инвесторов — это не только соблюдение норм корпоративного управления в акционерном обществе. С развитием рынка корпоративных облигаций и возникновением первых дефолтов на нем всё

более актуальным станет создание правовой защиты инвесторов в долговые ценные бумаги от преднамеренных действий эмитентов, увеличивающих кредитные риски. Концепция защиты прав инвесторов должна включать обеспечение честного и справедливого ценообразования, равенства прав инвесторов не только в акционерном обществе, но и непосредственно на рынке ценных бумаг. В частности, должна быть преодолена практика 90-х годов, когда на рынке, по оценке, были широко распространены манипулирование, использование в спекулятивных целях служебной информации, предпочтение брокерами собственных интересов клиентским, а государством не было выявлено ни одного факта нарушения фундаментальных интересов инвесторов.

Необходимо более полно определить в законодательстве понятие инсайдерской (служебной) информации и ввести более жесткие ограничения на ее использование, одновременно предусмотрев уголовную и иную ответственность за нарушение этих ограничений.

Необходимо завершить работу по созданию правовой основы несостоятельности (банкротства), в первую очередь— более четко определить основания для инициирования процедуры банкротства, детализировать некоторые аспекты этой процедуры, усилить возможности для защиты юридических лиц от незаконно инициированного банкротства. В то же время необходимо ускорить инициирование и проведение процедур банкротства в отношении действительно несостоятельных организаций. Следует усилить ответственность менеджеров и владельцев контрольных пакетов за доведение предприятия до банкротства.

Одновременно необходимо обеспечить независимость аудиторов, подтверждающих финансовую отчетность.

Для того, чтобы организация могла вести учет по международным стандартам, необходимо реализовать один из двух вариантов.

1. Предусмотреть, что налоговые органы будут принимать отчетность по международным стандартам: в этом случае потребуются затраты на обучение сотрудников налоговых служб.
2. Разделить налоговую и финансовую отчетность.

Нужно внести существенные изменения в валютное законодательство, упростив процедуру инвестирования иностранного капитала.

К первоочередным мерам, которые способны дать немедленный эффект и которые необходимо осуществить в ближайшее время, следует отнести меры по стимулированию эмиссии долговых ценных бумаг производственными компаниями. Целью эмиссий может быть как финансирование инвестиционных проектов, так и пополнение оборотных средств. Данный комплекс направлен на увеличение финансовых потоков в реальный сектор и включает следующие меры:

1. Изменение налогового режима корпоративных облигаций: отмена налога на операции с ценными бумагами, отнесение на затраты всей суммы процентных платежей.
2. Упрощение порядка регистрации проспектов эмиссии и отчетов о выпуске краткосрочных корпоративных облигаций, сокращение сроков рассмотрения этих документов.
3. Стандартизацию условий выпуска краткосрочных корпоративных облигаций. Данная мера приведет к существенному сокращению транзакционных издержек и упрощению контроля, что положительно скажется на доходности и надежности новых инструментов.

В части среднесрочных мер необходимо создать у российских компаний и их менеджеров стимулы к использованию фондового рынка как механизма привлечения инвестиций. Для этого требуется повысить качество информации

о возможностях привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг. Необходимо разработать отраслевые и региональные программы привлечения инвестиций, в которых особое внимание должно уделяться рынку ценных бумаг. Государству следует в ряде случаев оказывать прямую административную и методическую помощь предприятиям, желающим выйти на рынок ценных бумаг в качестве эмитента.

Необходимо исходить из того, что чисто спекулятивный период на рынке ценных бумаг закончился. Инвесторов в гораздо большей степени, чем прежде, будут интересовать возможности получения дивидендов и прочих доходов от имеющихся у них корпоративных ценных бумаг, а следовательно, особую важность приобретут текущие и перспективные показатели работы эмитентов.

Предполагаемые меры, способствующие росту интереса российских компаний к выходу на фондовый рынок, должны предусматривать:

- работу с эмитентами в целях создания для них благоприятных условий по привлечению средств инвесторов через финансовый рынок;
- совершенствование правоприменительной практики, в том числе совместно с арбитражными судами и судами общей юрисдикции;
- совершенствование законодательства, направленного на привлечение средств внутренних и иностранных инвесторов через фондовый рынок;
- реструктуризацию предприятий;
- работу с иностранными инвесторами, разъяснение им перспектив развития российского фондового рынка, улучшение его имиджа.

Чтобы привлечь эмитентов на рынок ценных бумаг, необходимо создать систему защиты эмитентов от недобросовестных инвесторов. Кроме защиты от недобросовестных акционеров требуется защищать эмитентов от недобросовестных кредиторов.

Реализация предлагаемых практических мероприятий приведет к существенным изменениям в поведении агентов рынка (субъектов экономической деятельности), населения, а также государственных органов и их служащих.

Наиболее быстрой реакции эмитентов следует ожидать в случае, если будут реализованы меры по оптимизации их структуры и стимулированию выхода на рынок ценных бумаг производственных компаний. Можно ожидать, что уже до конца 2002 г. будет сформирован достаточно емкий сектор краткосрочных корпоративных облигаций. Также можно ожидать проведения масштабных эмиссий долгосрочных корпоративных облигаций.

В дальнейшем при условии реализации программы по развитию рынка ценных бумаг можно ожидать последовательного увеличения эмиссионной активности производственных компаний. Большинство эмиссий примерно до 2004 г. будут носить долговой характер. Размещение акций в этот период возможно только при условии существенного увеличения капитализации российских предприятий. В то же время на внутреннем рынке возможны эмиссии акций вновь образуемых средних по размеру компаний. Можно ожидать, что сумма одного выпуска в этом случае не превысит 3–5 млн. долл.

После 2004 г. следует предполагать увеличение долевого финансирования российских компаний, в том числе за счет более интенсивного размещения ценных бумаг на внутреннем рынке. Однако объем такого финансирования станет достаточно существенным только после того, как в структуре инвесторов вырастет доля институциональных инвесторов, ориентированных на долгосрочные инвестиции.

При условии, что в 2002 г. начнется активная реализация государственной политики по массовому выводу российских компаний на фондовый рынок, наибольшей эмиссионной активности производственных компаний на рынке ценных бумаг можно ожидать с 2004 г. Рост эмиссионной активности корпораций будет особенно заметен в период с 2003 по 2005 год, после чего объем эмиссий стабилизируется на определенном уровне. Кроме того, с 2002 г. можно ожидать существенного роста эмиссионной деятельности корпораций на рынке облигаций как реакции на создание государством стимулов для эмиссионной деятельности частного сектора экономики (включая реальный сектор).

Выход России в качестве заемщика на международные финансовые рынки может состояться примерно в конце 2003 - начале 2004 года. В это же время спекулятивные инвесторы, нацеленные на краткосрочные вложения, будут в значительной мере замещены более консервативными инвесторами, которые больше ориентируются на надежность инструмента, чем на его доходность. В дальнейшем, с получением Россией инвестиционного кредитного рейтинга, произойдет кардинальное увеличение объема инвестиций в долговые обязательства Российской Федерации со стороны крупнейших пенсионных и инвестиционных фондов. Однако это возможно не ранее 2004 г. и лишь при условии успешной реализации всей программы реформ и, в частности, выполнения мер по управлению государственным долгом. Умеренная — в течение длительного периода времени — доходность государственных облигаций приведет к активизации эмиссионной деятельности производственных компаний. Последние смогут многократно увеличить объем привлекаемых финансовых ресурсов как для пополнения оборотных средств, так и в целях финансирования замещения основных фондов (при условии сохранения низкой доходности в течение 1–2 лет).

Существенное повышение надежности долговых обязательств субъектов федерации, наряду с повышением их информационной открытости, приведет к увеличению инвестиций, поступающих в соответствующие бюджеты.

Реализация мер по повышению эффективности инвестиционной деятельности и стимулированию инвестиций на рынке ценных бумаг должна привести к созданию широкой внутренней инвестиционной базы для фондового рынка. В значительной мере эта база может быть создана в 2002–2003 гг. за счет средств населения, но в то же время можно ожидать существенного притока на рынок корпоративных облигаций финансовых ресурсов коммерческих банков и страховых компаний. Также следует ожидать размещения на этом рынке временно свободных денежных ресурсов иных организаций.

После достижения Россией достаточного кредитного рейтинга и при условии создания внутренней инвестиционной базы можно рассчитывать на существенный приток иностранных инвестиций. В этот момент начнет повышаться количество инвесторов, осуществляющих долгосрочные вложения. Следует также ожидать увеличения доли прямых инвестиций. Если будет оптимизировано налогообложение прямых инвестиций, сохранятся современные тенденции по стимулированию иностранных инвестиций, ориентированные в первую очередь на средние иностранные корпорации и коммерческие банки, и повысится кредитный рейтинг России, то можно ожидать, что приток прямых иностранных инвестиций увеличится до 2,5–4 млрд. долл. в год.

В результате реализации предложенных мер существенно увеличится объем инвестиций населения, в первую очередь — в ценные бумаги производственных компаний. Тогда, при условии сохранения существующей нормы сбережений, в течение 2002–2005 гг. можно ожидать ежегодного прироста инвестиций населения в корпоративные ценные бумаги в размере

500–700 млн. долл., из которых до 250 млн. долл. будут приходиться на первичный рынок.

В еще большей мере могут увеличиться инвестиции населения в корпоративные ценные бумаги, осуществляемые не напрямую, а при посредничестве институциональных инвесторов (инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и т.д.)—от 0,5 до 1,5 млрд. долл. ежегодно. Произойдет существенное перераспределение сбережений населения в пользу более цивилизованных форм инвестирования: ценные бумаги и инструменты коллективных инвесторов вытеснят инвестиции в иностранную валюту, товары (что приведет к сокращению челночной торговли), недвижимость (что приведет к снижению цен на жилье). При условии адаптации государственных облигаций к инвестиционным предпочтениям населения (введение новых инструментов) и повышения доверия населения к государству как заемщику можно ожидать ежегодного увеличения инвестиций населения в государственные облигации РФ на 2–3 млрд. долл.

Если будет оптимизировано налогообложение доходов, получаемых частными инвесторами по ценным бумагам, то можно ожидать существенного увеличения платежей по подоходному налогу. Реализация мер по развитию негосударственных пенсионных фондов приведет к аккумулированию в рамках этих фондов значительных финансовых ресурсов, которые в 2002–2010 гг. будут использоваться преимущественно в инвестиционных целях. За пределами этого периода можно ожидать частичного замещения государственной пенсии выплатами из негосударственных пенсионных фондов.

Чрезвычайно важно для рынка ценных бумаг развитие банковской системы. Банки выступают как в качестве краткосрочных инвесторов и профессиональных участников рынка, так и в качестве институтов его расчетно-клиринговой и депозитарной инфраструктуры. Поэтому необходимыми предпосылками развития российского рынка ценных бумаг являются меры по повышению устойчивости банковской системы и снижению банковского риска. Кроме того, коммерческие банки в ближайшей перспективе должны рассматриваться как основные поставщики финансовых ресурсов долгосрочным инвесторам (прежде всего, в качестве учредителей пенсионных и инвестиционных фондов). Поэтому на первое место выйдет задача рекапитализации российской банковской системы.

Еще одной существенной предпосылкой для успешного развития рынка ценных бумаг является усиление защиты прав инвесторов и предпринимателей органами государственной власти. Совершенствование государственного регулирования должно способствовать существенному снижению рисков, связанных с уровнем платежеспособности государства и юридических лиц. В настоящее время России свойственны чрезвычайно высокие политические риски. Не менее актуально и снижение доходности государственных ценных бумаг, что расширит возможности государства по привлечению заемных ресурсов на рынке ценных бумаг.

Активный выход новых эмитентов на рынок ценных бумаг возможен только при условии формирования у менеджеров и собственников компаний интереса к привлечению инвестиций на фондовом рынке для развития производства. Необходимо еще раз подчеркнуть, что немедленная, активная работа по выведению российских компаний на фондовый рынок является необходимым условием реализации настоящей программы.

Задача вовлечения средств населения в инвестиционные процессы на рынке ценных бумаг предполагает также реализацию комплекса мер социальной политики, среди которых особой значимостью обладают меры по пропаганде разумного, грамотного инвестирования сбережений в ценные бумаги.

Для привлечения средств населения на фондовый рынок через коммерческие банки необходимо законодательно закрепить государственные гарантии банковских вкладов в пределах определенной суммы, создав соответствующие денежные фонды.

Необходимо провести правовую реформу, концентрируясь также на укреплении независимости и материальной базы арбитражных судов.

Следует подчеркнуть, что эффективное и стабильное функционирование фондового рынка является необходимым условием для формирования современной экономики, основанной на привлечении масштабных инвестиций. Поэтому развитие рынка ценных бумаг как механизма привлечения и эффективного размещения инвестиций должно в настоящее время оказаться в центре внимания государства. Роль рынка ценных бумаг существенно недооценивалась, также как и опасности, которые возникают в связи с отсутствием стратегии его развития. Поэтому в настоящее время развитию данного рынка должно быть уделено особое внимание.

Этапы реализации программы

Первый этап (до конца 2003 года)

Задачи этапа

Для первого этапа наиболее актуальны следующие задачи:

- максимальное привлечение внутренних финансовых ресурсов, в первую очередь средств населения и банков;
- завершение формирования нормативной базы, регулирующей рынок ценных бумаг;
- снижение операционных рисков и формирование эффективной инфраструктуры рынка ценных бумаг, готовой к масштабному притоку инвестиций.

Направления работы

На данном этапе необходимо в значительной мере ориентироваться на внутренних инвесторов. Особенно важно восстановить доверие населения к государству. Главная задача первого этапа в этом направлении — существенно увеличить объем инвестиций частных лиц как в государственные, так и в корпоративные ценные бумаги.

В рамках данного этапа невозможно рассчитывать на существенный приток долгосрочных инвестиций, также как и на объемное государственное инвестирование.

Важное направление работы на первом этапе — создание адекватного законодательства о рынке ценных бумаг. Данная работа уже начата, однако она еще далека от завершения. В рамках первого этапа должна быть завершена реформа налогообложения, создающая благоприятные условия для инвестирования, а также работа по созданию эффективной системы защиты инвесторов. Необходимо создать правовые основы функционирования срочного рынка, привести в соответствие с потребностями реальной жизни нормы законодательства, касающиеся практических аспектов деятельности на рынке ценных бумаг.

Третье направление — работа с эмитентами. Должен быть существенно повышен уровень корпоративной культуры, хотя в целом данная задача выходит за рамки первого этапа. Информирование инвесторов и эмитентов о возможностях осуществления и привлечения инвестиций через рынок ценных бумаг должно быть более эффективным. Должно увеличиться количество участников рынка, ориентированных на работу на первичном рынке. При условии реализации вышеуказанных мер и снижения общего риска, в рамках первого этапа следует ожидать существенного роста рынка корпоративных облигаций. Задача повышения эмиссионной активности в других направлениях относится в большей мере ко второму этапу.

Ориентировочные показатели первого этапа

Капитализация 100 крупнейших эмитентов:	180 млрд. долл.
Доходность государственных ценных бумаг:	
- внутренних (рублевая доходность)	14% годовых
- внешних (долларовая доходность)	9% годовых

Объем привлеченных инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями (за год):	5 млрд. долл.
--	---------------

Вывод на рынок не менее 800 предприятий реального сектора

Немедленные меры, которые должны быть осуществлены до конца 2003 года

До конца 2003 г. должны быть осуществлены следующие меры по развитию рынка ценных бумаг.

1. Завершение реструктуризации внешней задолженности.
2. Создание рынка корпоративных облигаций.
3. Разработка и внесение новых законопроектов (например, Федерального закона «О срочном рынке»), завершение реформы налогового законодательства, принятие и реализация Федерального закона «Об инвестиционных фондах», законодательства о манипулировании и запрете инсайдерской торговли, внесение необходимых изменений в иные законодательные акты.
4. Эмиссия новых государственных ценных бумаг для населения, продолжение практики выпуска облигаций сберегательного займа.
5. Принятие ФКЦБ ряда нормативных актов, в том числе:
 - методических рекомендаций по выводу российских компаний на фондовый рынок;
 - документов, стимулирующих развитие андеррайтинга и других форм организации работы на первичном рынке и устанавливающих стандарты этой работы;
 - постановления, вводящего новые требования к организаторам торговли, среди которых:
 - а) необходимость применения соответствующей технологии;
 - б) необходимость создания условий для торговли мелкими пакетами ценных бумаг, а также ценными бумагами мелких и средних компаний.
6. Реализация комплекса мер, создающих благоприятные предпосылки

для выхода новых эмитентов на рынок ценных бумаг, в том числе:

- разработка методических рекомендаций по выходу на рынок ценных бумаг;
- введение требований обязательной биржевой котировки акций для крупных предприятий;
- разработка региональных и отраслевых программ вывода новых эмитентов на рынок ценных бумаг;
- создание информационных баз данных, введение института национального кредитного рейтинга;
- ужесточение контроля за исполнением законодательства в области раскрытия и распространения информации об эмитентах;
- ведение учета в соответствии с международными стандартами.

7. Проведение комплекса мероприятий, направленных на расширение внутренней инвестиционной базы российского рынка ценных бумаг, в том числе:

- создание новых классов институциональных инвесторов (пенсионные, инвестиционные и компенсационные фонды, созданные отдельными компаниями для своих сотрудников), индивидуальных инвестиционных счетов, пользующихся налоговыми льготами;
- разработка и реализация ориентированных на розничных инвесторов корпоративных ценных бумаг, торговых систем, создание розничных сетей брокеров-дилеров для обслуживания индивидуальных инвесторов.

Второй этап (до конца 2005 года)

Задачи и характеристика этапа

Основными задачами второго этапа являются:

- активное привлечение всех видов инвесторов;
- максимальная активизация эмиссионной деятельности российских эмитентов, в первую очередь — предприятий реального сектора;
- кардинальное снижение инвестиционных рисков, в том числе за счет завершения формирования срочного рынка.

На втором этапе основное внимание следует уделить привлечению иностранных инвесторов, и в первую очередь — институциональных. Следует ожидать увеличения объема заимствований Российской Федерацией на внутреннем и мировом рынках.

На этом этапе должно быть завершено формирование системы регулирования срочного рынка. К концу второго этапа значительное число регулятивных функций должно перейти к саморегулируемым организациям, чтобы государственные органы смогли сконцентрироваться на важнейших направлениях работы.

Второй этап должен характеризоваться максимальными темпами роста первичного рынка и развитием вторичного рынка. Количество предприятий, вышедших на рынок ценных бумаг, должно существенно увеличиться.

Ориентировочные показатели второго этапа

Капитализация 100 крупнейших эмитентов:
Доходность государственных ценных бумаг:

350 млрд. долл.

внутренних (рублевая доходность)	11% годовых
внешних (долларовая доходность)	8% годовых

Объем привлеченных инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями (за год): 20 млрд. долл

Вывод на рынок не менее 1500 предприятий реального сектора

Третий этап (до 2007–2008 гг.) Задачи и характеристика этапа

На третьем этапе наиболее актуальными представляются следующие задачи:

- качественное изменение структуры инвесторов: необходимо резко увеличить долю инвесторов, нацеленных на долгосрочные инвестиции, и институциональных инвесторов;
- повышение инвестиционной привлекательности российских эмитентов, повышение кредитного рейтинга до уровня AAA.

Данный этап должен характеризоваться важнейшими изменениями в структуре инвесторов. К концу этапа можно ожидать существенного увеличения доли инвесторов, нацеленных на долгосрочные инвестиции. Для этого необходимо перейти к политике стимулирования таких инвестиций, причем наиболее активную политику следует вести в отношении пенсионных фондов и страховых компаний.

Объем эмиссий в этот период должен выйти на стабильный уровень, и дальнейшие усилия государства следует направить на поддержание достигнутых показателей, а также на снижение инвестиционных рисков за счет повышения требований к эмитентам ценных бумаг.

Ориентировочные показатели третьего этапа

Капитализация 100 крупнейших эмитентов:	500 млрд. долл.
Доходность государственных ценных бумаг:	
внутренних (рублевая доходность)	7% годовых
внешних (долларовая доходность)	6,5% годовых
Объем привлеченных инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями (за год):	25 млрд. долл.

Вывод на рынок не менее 3500 предприятий реального сектора (за весь период с 2000 года)

Период после 2008 года

В данной Программе представляется несколько несвоевременным давать точные прогнозы развития рынка за пределами 2008 г. Однако очевидно, что к тому моменту рынок ценных бумаг должен стать инструментом, используемым для решения наиболее острых проблем, которые будут существовать в экономике.

В этот же период времени следует ожидать существенного изменения в соотношении между долевым и долговым финансированием в пользу первого.

Реализация всего комплекса намеченных мер приведет к кардинальному изменению рынка ценных бумаг России. К концу первого десятилетия XXI века он будет иметь принципиально иные количественные и качественные характеристики.

Прежде всего, изменится роль и место рынка ценных бумаг в российской экономике. Он станет основным механизмом перераспределения инвестиционных ресурсов, включая сбережения граждан. Возникнет заинтересованность широких слоев населения в результатах функционирования как собственно рынка ценных бумаг, так и экономики в целом.

Рынок ценных бумаг утратит свою спекулятивную направленность. Ведущую роль на нем будут играть инвесторы, нацеленные на долгосрочные инвестиции, и надежные эмитенты.

Существенно увеличится емкость рынка ценных бумаг. Можно ожидать, что к 2010г. капитализация 100 крупнейших российских корпораций составит 600 млрд. долл., что позволит российскому рынку войти в число крупнейших развивающихся рынков и приблизит его к европейским рынкам. Многократно возрастет объем торгов, равно как и ликвидность ценных бумаг многих сотен компаний. Увеличение емкости фондового рынка приведет к росту его устойчивости и увеличению относительной защищенности от кризисных явлений мировой финансовой системы. Можно ожидать, что к 2010 г. положительный эффект от вовлечения российского фондового рынка в мировой финансовый рынок превысит отрицательный.

В течение 2002–2010 гг. существенно увеличится доля первичного рынка. Российский рынок ценных бумаг будет активно обслуживать эмитентов ценных бумаг, станет механизмом привлечения новых капиталов в наиболее перспективные российские компании. По предварительным расчетам, при условии реализации комплекса предложенных мер, к 2010г. более 100 российских компаний смогут привлечь инвестиции на крупнейших мировых рынках корпоративных ценных бумаг—рынке еврооблигаций и рынке американских депозитарных расписок. Существенно повысится отраслевая диверсификация рынка за счет вовлечения на него эмитентов из разных отраслей экономики. Среди общего числа эмитентов можно ожидать значительного увеличения доли предприятий машиностроения, легкой и пищевой промышленности, банков, интернет-компаний, средств массовой информации и т.д. Российский рынок ценных бумаг перестанет обслуживать только сырьевые компании.

Вследствие формирования широкой инвестиционной базы рынка ценных бумаг, основанной на привлечении внутренних инвесторов, существенно сократится отток капитала в периоды нестабильности рынка. За период 2002–2010гг. повысится доля сделок, заключаемых на территории Российской Федерации и исполняемых в валюте Российской Федерации. В это же время можно ожидать повышения доли сделок, заключенных в рамках единой европейской торговой системы, с расчетами в евро.

Существенно снизятся операционные риски на рынке ценных бумаг. Это будет следствием как общего улучшения инвестиционного климата России, так и осуществления мер, специально направленных на кардинальное сокращение операционного риска на рынке ценных бумаг.

К 2010 г. фондовый рынок России будет отличаться высокотехнологичной инфраструктурой, соответствующей общепринятым в мире стандартам. Профессиональные участники российского рынка ценных бумаг смогут составить достойную конкуренцию ведущим инвестиционным банкам мира.

Для успешной реализации Программы предлагается:

- создать в качестве совещательного органа Национальный совет по финансовым рынкам при Председателе Правительства РФ, включив в него представителей Федерального Собрания РФ, Администрации Президента РФ, Аппарата Правительства РФ, Банка России, ФКЦБ России, Минфина РФ, Минэкономки РФ, МАП РФ, МНС РФ, представителей организаторов торговли, саморегулируемых организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг, независимых экспертов с целью формирования основных направлений государственной политики и согласования совместных действий на финансовом рынке во взаимосвязи с денежно-кредитной, валютной и бюджетной политикой;

- вести в практику, начиная с 2002 г., разработку и утверждение ФКЦБ России совместно и по согласованию с Банком России и Минфином России ежегодных «Основных направлений государственной политики на рынке ценных бумаг», а также предоставление ежегодных отчетов ФКЦБ России Президенту РФ и Правительству РФ о привлечении долгосрочных инвестиций через рынок ценных бумаг;

- вести в практику согласование с Высшим Арбитражным Судом РФ и Верховным Судом РФ правовой политики, проводимой на рынке ценных бумаг.

Приложение 2

Интернет – директория¹⁹¹

национальных регуляторов рынка ценных бумаг, фондовых и срочных бирж, международных организаций, обобщающих лучшую практику регулирования для фондового рынка

Комиссии по ценным бумагам и биржам, мегарегуляторы, органы надзора

АВСТРАЛИЯ Australian Securities and Investments Commission www.asic.gov.au	ЛИТВА Lithuanian Securities Commission www.lsc.lt
АВСТРИЯ Austrian Securities Authority www.bwa.at	МАВРИКИЙ Stock Exchange Commission http://ncb.intnet.mu/indcom/sec/
АЛБАНИЯ Albanian Securities Commission www.asc.gov.al	МАЛАЙЗИЯ Securities Commission sc.com.my
БАНГЛАДЕШ Securities and Exchange Commission www.secbd.org	МЕКСИКА Comision Nacional Bancaria y de Valores www.cnbv.gob.mx
БЕЛЬГИЯ Commission Bancaire et Financiere www.cbf.be	НИДЕРЛАНДЫ Stichting Toezicht Effectenverkeer www.ste.nl
БЕРМУДЫ Bermuda Monetary Authority www.bma.bm	НОВАЯ ЗЕЛАНДИЯ Securities Commission www.sec-com.govt.nz
БОЛГАРИЯ Bulgarian National Securities Commission www.ssec.bg	НОРВЕГИЯ Kredittilsynet www.kredittilsynet.no
БОЛИВИЯ Superintendencia de Pensiones, Valores y	ПАНАМА Comision Nacional de Valores www.mici.gob.pa

¹⁹¹ Интернет – директория подготовлена Виктором Миркиным (City University, U.K.).

<p>Seguros www.spvs.org</p> <p>БРАЗИЛИЯ</p> <p>Comissao de Valores Mobiliarios www.cvm.gov.br</p> <p>ВЕЛИКОБРИТАНИЯ</p> <p>Financial Services Authority www.fsa.gov.uk</p> <p>ВЕНГРИЯ</p> <p>Hungarian Financial Supervisory Authority www.pszaf.hu</p> <p>ГЕРМАНИЯ</p> <p>Bundesaufsichtsamt fuer den Wertpapieren www.bawe.de</p> <p>ГИБРАЛТАР</p> <p>Financial Services Commission www.gibraltar.gi/fsc</p> <p>ГОНКОНГ</p> <p>Securities and Futures Commission www.hksfc.org.hk</p> <p>ДАНИЯ</p> <p>Finanstilsynet www.ftnet.dk</p> <p>ДОМИНИКАНСКАЯ РЕСПУБЛИКА</p> <p>Banco Central de la Republica Dominicana www.bancentral.gov.do</p> <p>ИНДИЯ</p> <p>Securities and Exchange Board of India www.sebi.gov.in</p> <p>ИОРДАНИЯ</p> <p>Jordan Securities Commission www.jsc.gov.jo</p> <p>ИРЛАНДИЯ</p> <p>Central Bank of Ireland www.centralbank.ie</p> <p>ИСЛАНДИЯ</p> <p>Financial Supervisory Authority www.fme.is</p>	<p>ПАПУА – НОВАЯ ГВИНЕЯ</p> <p>Securities Commission www.ipa.gov.pg/takeovers</p> <p>ПЕРУ</p> <p>Comision Nacional Supervisor de Empresas y Valores www.conasevnet.gob.pe</p> <p>ПОЛЬША</p> <p>Polish Securities and Exchange Commission www.kpwig.gov.pl</p> <p>ПОРТУГАЛИЯ</p> <p>Comissao do Mercado Valores Mobiliarios www.cmvm.pt</p> <p>РОССИЯ</p> <p>Federal Commission for the Securities Market www.fedcom.ru</p> <p>САЛЬВАДОР</p> <p>Superintendencia de Valores www.superval.gob.sv</p> <p>СИНГАПУР</p> <p>Monetary Authority of Singapore www.mas.gov.sg</p> <p>США</p> <p>United States Securities and Exchange Commission www.sec.gov</p> <p>Commodity Futures Trading Commission www.cftc.gov</p> <p>ТАИЛАНД</p> <p>Office of the Securities and Exchange Commission www.sec.or.th</p> <p>ТАЙВАНЬ (КИТАЙ)</p> <p>Securities and Futures Commission www.sfc.gov.tw</p> <p>ТУРЦИЯ</p> <p>Capital Markets Board www.spk.gov.tr</p>
--	--

<p>ИСПАНИЯ</p> <p>Comision Nacional del Mercado de Valores www.cnmv.es</p> <p>ИТАЛИЯ</p> <p>Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa www.consob.it</p> <p>КАНАДА</p> <p>Ontario Securities Commission www.osc.gov.on.ca</p> <p>Commission des Valeurs Mobiliers du Quebec www.cvmq.com</p> <p>КЕНИЯ</p> <p>Capital Markets Authority www.cmake.org</p> <p>КИПР</p> <p>Central Bank of Cyprus www.centralbank.gov.cy</p> <p>КИРГИЗИЯ</p> <p>National Commission on Securities Market www.nsc.kg</p> <p>КИТАЙ (КНР)</p> <p>China Securities Regulatory Commission www.csrc.gov.cn</p> <p>КОЛУМБИЯ</p> <p>Superintendencia de Valores www.supervalores.gov.co</p> <p>КОРЕЯ (ЮЖНАЯ)</p> <p>Financial Supervisory Commission www.fsc.go.kr</p> <p>КОСТА-РИКА</p> <p>Superintendencia General de Valores www.sugeval.fi.cr</p> <p>ЛАТВИЯ</p> <p>Securities Market Commission www.vtk.gov.lv</p> <p>ЛИВАН</p>	<p>УГАНДА</p> <p>Capital Markets Authority www.ugandacapitalmarkets.co.ug</p> <p>УКРАИНА</p> <p>Ukrainian Securities and Stock Market State Commission www.ssmc.kiev.ua</p> <p>УРУГВАЙ</p> <p>Banco Central del Uruguay www.bcu.gub.uy/</p> <p>ФИНЛЯНДИЯ</p> <p>Financial Supervision Authority www.rata.bof.fi/english/index.html</p> <p>ФРАНЦИЯ</p> <p>Commission des Operations de Bourse www.cob.fr</p> <p>ЧЕШСКАЯ РЕСПУБЛИКА</p> <p>Czech Securities Commission www.sec.cz</p> <p>ЧИЛИ</p> <p>Superintendencia de Valores y Seguros www.finanzas.cl/vys/index.htm</p> <p>ШВЕЙЦАРИЯ</p> <p>Commission Federale des Banques www.sfb.admin.ch</p> <p>ШВЕЦИЯ</p> <p>Finansinspektionen www.fi.se</p> <p>ЮЖНАЯ АФРИКА</p> <p>Financial Services Board www.fsb.co.za</p> <p>ЯПОНИЯ</p> <p>Financial Services Agency Securities and Exchange Surveillance Commission www.fsa.go.jp/sesc/sesc-e.html</p>
---	---

Banque du Liban
www.bdl.gov.lb

Центральные банки

<p>АВСТРАЛИЯ</p> <p>Reserve Bank of Australia www.rba.gov.au</p> <p>Australian Prudential Regulation Authority www.apra.gov.au</p> <p>АВСТРИЯ</p> <p>Oesterreichische Nationalbank www.oenb.co.at/oenb</p> <p>Bundesministerium fuer Finanzen www.bmf.gv.at</p> <p>АЛБАНИЯ</p> <p>Bank of Albania www.bankofalbania.org</p> <p>АЛЖИР</p> <p>Banque d'Algerie http://bank-of-algeria.cerist.dz</p> <p>АНГОЛА</p> <p>Banco Nacional de Angola www.ebo.net/bna/bna.htm</p> <p>АРГЕНТИНА</p> <p>Banco Central de la Republica Argentina www.bcra.gov.ar</p> <p>АРМЕНИЯ</p> <p>Central Bank of Armenia www.cba.am</p> <p>АРУБА</p> <p>Centrale Bank van Aruba www.cbaruba.org</p> <p>БАГАМЫ</p> <p>Central Bank of the Bahamas www.bahamascentralbank.com</p> <p>БАРБАДОС</p> <p>Central Bank of Barbados</p>	<p>ЛЕСОТО</p> <p>Central Bank of Lesotho www.centralbank.org.ls</p> <p>ЛИВАН</p> <p>Banque du Liban www.bdl.gov.lb</p> <p>ЛИТВА</p> <p>Bank of Lithuania www.lbank.lt</p> <p>ЛЮКСЕМБУРГ</p> <p>Banque Centrale du Luxembourg www.bcl.lu</p> <p>МАВРИКИЙ</p> <p>Bank of Mauritius bom.intnet.mu</p> <p>МАКАО</p> <p>Autoridade Monetaria e Cambial de Macau amcm.macao.gov.mo</p> <p>МАКЕДОНИЯ</p> <p>National Bank of the Republic of Macedonia www.nbrm.gov.mk</p> <p>МАЛАВИ</p> <p>Reserve Bank of Malawi www.rbm.malawi.net</p> <p>МАЛАЙЗИЯ</p> <p>Bank Negara Malaysia www.bnm.gov.my</p> <p>МАЛИ</p> <p>Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l'UMOA www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p>
--	--

<p>www.centralbank.org.bb</p> <p>БАХРЕЙН</p> <p>Bahrain Monetary Agency www.bma.gov.bh</p> <p>БЕЛИЗ</p> <p>Ministry of Finance www.belize.gov.bz/cabinet/s_musa/welcome.shtml</p> <p>БЕЛЬГИЯ</p> <p>Nationale Bank van Belgie / Banque nationale de Belgique www.bnb.be</p> <p>БЕНИН</p> <p>Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l’УМОА www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p> <p>БЕРМУДЫ</p> <p>Bermuda Monetary Authority www.bma.bm</p> <p>БОЛГАРИЯ</p> <p>Bulgarian National Bank www.bnb.bg</p> <p>БОЛИВИЯ</p> <p>Banco Central de Bolivia www.bcb.gov.bo</p> <p>БОСНИЯ и ГЕРЦЕГОВИНА</p> <p>Central Bank of Bosnia and Herzegovina www.cbbh.gov.ba</p> <p>БОТСВАНА</p> <p>Bank of Botswana bankofbotswana.bw</p> <p>БРАЗИЛИЯ</p> <p>Banco Central do Brasil www.bcb.gov.br</p> <p>БРУНЕЙ</p> <p>Financial Institutions Division Ministry of Finance</p>	<p>МАЛЬТА</p> <p>Central Bank of Malta www.centralbankmalta.com</p> <p>МЕКСИКА</p> <p>Banco de Mexico www.banxico.org.mx</p> <p>Comision Nacional Bancaria y de Valores www.cnbv.gob.mx</p> <p>МОЗАМБИК</p> <p>Bank of Mozambique www.bancomoc.mz</p> <p>МОЛДОВА</p> <p>The National Bank of Moldova www.bnm.org</p> <p>МОНГОЛИЯ</p> <p>Bank of Mongolia mglbank.com.mn</p> <p>НИГЕР</p> <p>Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l’УМОА www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p> <p>НИГЕРИЯ</p> <p>Central Bank of Nigeria</p> <p>НИДЕРЛАНДЫ</p> <p>De Nederlandsche Bank www.dnb.nl</p> <p>НИДЕРЛАНДСКИЕ АНТИЛЬСКИЕ ОСТРОВА</p> <p>Bank van de Nederlandse Antillen www.centralbank.an</p> <p>НИКАРАГУА</p> <p>Banco Central de Nicaragua www.bcn.gob.ni</p> <p>НОВАЯ ЗЕЛАНДИЯ</p> <p>Reserve Bank of New Zealand www.rbnz.govt.nz</p>
--	---

<p>www.finance.gov.bn</p> <p>БУРКИНА-ФАСО</p> <p>Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l’УМОА www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p> <p>ВЕЛИКОБРИТАНИЯ</p> <p>Bank of England www.bankofengland.co.uk</p> <p>Financial Supervisory Authority www.fsa.gov.uk</p> <p>ВЕНГРИЯ</p> <p>National Bank of Hungary www.mnb.hu</p> <p>Hungarian Financial Supervisory Authority www.pszaf.hu</p> <p>ВЕНЕСУЭЛА</p> <p>Banco Central de Venezuela www.bcv.org.ve</p> <p>Superintendencia de Bancos i Otras Institutos Financieras www.sudeban.gov.ve</p> <p>ГАИТИ</p> <p>Banque de la Republic d’Haiti www.brh.net</p> <p>ГАНА</p> <p>Bank of Ghana www.bog.gov.gh</p> <p>ГАЯНА</p> <p>Bank of Guyana www.bankofguyana.org.gy</p> <p>ГЕРМАНИЯ</p> <p>Deutsche Bundesbank www.bundesbank.de</p> <p>Bundesaufsichtsamt fuer das Kreditwesen www.bakred.de</p> <p>ГЕРНСИ</p>	<p>НОРВЕГИЯ</p> <p>Norges Bank www.norges-bank.no</p> <p>Kredittilsynet www.kredittilsynet.no</p> <p>ПАКИСТАН</p> <p>State Bank of Pakistan www.sbp.org.pk</p> <p>ПАЛЕСТИНА</p> <p>Palestinian Monetary Authority www.palnet.com/inv/ptma.htm</p> <p>ПАНАМА</p> <p>National Bank of Panama www.banconal.gob.pa</p> <p>Superintendencia de Bancos www.superbancos.gob.pa</p> <p>ПАПУА – НОВАЯ ГВИНЕЯ</p> <p>Bank of Papua New Guinea www.datec.com.pg/bpng.nsf</p> <p>ПАРАГВАЙ</p> <p>Banco Central del Paraguay www.bcp.gov.py</p> <p>Superintendencia de Bancos www.bcp.gov.py/supban/Principal.html</p> <p>ПЕРУ</p> <p>Banco Central de Reserva del Peru www.bcrp.gob.pe</p> <p>Superintendencia de Bancos y Seguros del Peru www.sbs.gob.pe</p> <p>ПОЛЬША</p> <p>National Bank of Poland www.nbp.pl</p> <p>ПОРТУГАЛИЯ</p> <p>Banco de Portugal www.bportugal.pt</p> <p>РОССИЯ</p> <p>Центральный Банк России</p>
--	--

<p>Guernsey Financial Services Commission www.gfsc.guernseyci.com/index.html</p> <p>ГВАТЕМАЛА</p> <p>Banco de Guatemala www.banguat.gob.gt</p> <p>Superintendencia de Bancos www.sib.gob.gt</p> <p>ГВИНЕЯ БИСАУ</p> <p>Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l’УМОА www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p> <p>ГИБРАЛТАР</p> <p>Banking Supervisor Financial Services Commission www.fsc.gi</p> <p>ГОНКОНГ</p> <p>Hong Kong Monetary Authority www.info.gov.hk/hkma</p> <p>ГОНДУРАС</p> <p>Banco Central de Honduras www.bch.hn</p> <p>Comision Nacional de Bancos y Seguros www.cnbs.gov.hn</p> <p>ГРЕЦИЯ</p> <p>Bank of Greece www.bankofgreece.gr</p> <p>ГРУЗИЯ</p> <p>National Bank of Georgia www.nbg.gov.ge</p> <p>ДАНИЯ</p> <p>Danmarks Nationalbank www.nationalbanken.dk</p> <p>Finanstilsynet www.ftnet.dk</p> <p>ДЖЕРСИ</p> <p>Jersey Financial Services Commission www.jerseyfsc.org</p>	<p>www.cbr.ru</p> <p>РУМЫНИЯ</p> <p>National Bank of Romania www.nbro.ro</p> <p>САЛЬВАДОР</p> <p>The Central Reserve Bank of El Salvador www.bcr.gob.sv</p> <p>Superintendencia del Sistema Financiero www.ssf.gob.sv</p> <p>САН МАРИНО</p> <p>Istituto di Credito Sammarinese www.omniway.sm/trade/aziende/ics/ics-eng.html</p> <p>САУДОВСКАЯ АРАВИЯ</p> <p>Saudi Arabian Monetary Agency www.sama.gov.sa</p> <p>СВАЗИЛЕНД</p> <p>Central Bank of Swaziland www.centralbank.sz</p> <p>СЕНЕГАЛ</p> <p>Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l’УМОА www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p> <p>СИНГАПУР</p> <p>Monetary Authority of Singapore www.mas.gov.sg</p> <p>СИРИЯ</p> <p>Central Bank of Syria www.syrecon.org/establishments1a.html</p> <p>Ministry of Economy and Foreign Trade www.syrecon.org</p> <p>СЛОВАКИЯ</p> <p>National Bank of Slovakia www.nbs.sk</p> <p>СЛОВЕНИЯ</p> <p>Bank of Slovenia www.bsi.si</p>
--	---

<p>ДОМИНИКАНСКАЯ РЕСПУБЛИКА</p> <p>Banco Central de la Republica Dominicana www.bancentral.gov.do</p> <p>ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ</p> <p>European Central Bank www.ecb.int</p> <p>ЕГИПЕТ</p> <p>Central Bank of Egypt www.cbe.org.eg</p> <p>Ministry of Economy www.economy.gov.eg</p> <p>ЗАМБИЯ</p> <p>Bank of Zambia www.boz.zm</p> <p>ЗИМБАБВЕ</p> <p>Reserve Bank of Zimbabwe www.rbz.co.zw</p> <p>ИЗРАИЛЬ</p> <p>Bank of Israel www.bankisrael.gov.il</p> <p>ИНДИЯ</p> <p>Reserve Bank of India www.rbi.org.in</p> <p>Banking Division Ministry of Finance finmin.nic.in/fdea.htm</p> <p>ИНДОНЕЗИЯ</p> <p>Bank of Indonesia www.bi.go.id</p> <p>Indonesian Bank Restructuring Agency http://208.131.87.76/info/index.html</p> <p>ИОРДАНИЯ</p> <p>Central Bank of Jordan www.cbj.gov.jo</p> <p>ИРАН</p> <p>Central Bank of the Islamic republic of Iran www.idsonline.com/mirakhor/iran/topmenu.htm</p>	<p>США</p> <p>Board of Governors of the Federal Reserve System www.federalreserve.gov</p> <p>ТАЙВАНЬ (КИТАЙ)</p> <p>Central Bank of China www.cbc.gov.tw/ehome.htm</p> <p>ТАИЛАНД</p> <p>Bank of Thailand www.bot.or.th</p> <p>ТАНЗАНИЯ</p> <p>Bank of Tanzania www.bot-tz.org</p> <p>ТОГО</p> <p>Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l'УМОА www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p> <p>ТРИНИДАД и ТОБАГО</p> <p>Central Bank of Trinidad and Tobago www.central-bank.org.tt</p> <p>ТУНИС</p> <p>Banque Centrale de Tunisie www.bct.gov.tn</p> <p>Ministry of Finance www.ministeres.tn/html/ministeres/finances.html</p> <p>ТУРЦИЯ</p> <p>Central Bank of the Republic of Turkey www.tcmb.gov.tr</p> <p>УГАНДА</p> <p>Bank of Uganda www.bou.or.ug</p> <p>УЗБЕКИСТАН</p> <p>Central Bank of Uzbekistan www.gov.uz/cbu/cbu_0.htm</p> <p>УКРАИНА</p>
---	--

<p>ИРЛАНДИЯ</p> <p>Central Bank of Ireland www.centralbank.ie</p> <p>ИСЛАНДИЯ</p> <p>Seplabanki Hslands - Central Bank of Iceland www.sedlabanki.is</p> <p>Financial Supervisory Authority www.fme.is</p> <p>ИСПАНИЯ</p> <p>Banco de Espana www.bde.es</p> <p>ИТАЛИЯ</p> <p>Banca d'Italia www.bancaditalia.it</p> <p>ЙЕМЕН</p> <p>Central Bank of Yemen www.centralbank.gov.ye</p> <p>КАЗАХСТАН</p> <p>National Bank of Kazahstan www.nationalbank.kz</p> <p>КАНАДА</p> <p>Bank of Canada - Banque du Canada www.bank-banque-canada.ca</p> <p>КАТАР</p> <p>Qatar Central Bank www.qcb.gov.qa</p> <p>КЕНИЯ</p> <p>Central Bank of Kenya www.centralbank.gov.ke</p> <p>КИПР</p> <p>Central Bank of Cyprus www.centralbank.gov.cy</p> <p>КИТАЙ (КНР)</p> <p>Bank of China www.bank-of-china.com/english/boc.htm</p> <p>КОЛУМБИЯ</p> <p>Banco de la Republica</p>	<p>National Bank of Ukraine www.bank.gov.ua</p> <p>УРУГВАЙ</p> <p>Banco Central del Uruguay www.bcu.gyb.gy</p> <p>ФИЛИППИНЫ</p> <p>Central Bank of the Philippines www.bsp.gov.ph</p> <p>ФИНЛЯНДИЯ</p> <p>Suomen Pankki - Bank of Finland www.bof.fi</p> <p>Financial Supervision Authority www.rata.bof.fi/english/index.html</p> <p>ФРАНЦИЯ</p> <p>Banque de France www.banque-france.fr</p> <p>Banking and Financial Regulatory Committee Ministere de l'Economie des Finances et de l'Industrie www.finances.gouv.fr</p> <p>ХОРВАТИЯ</p> <p>Croatian National Bank www.hnb.hr</p> <p>ЧЕШСКАЯ РЕСПУБЛИКА</p> <p>Ceska Narodni Banka www.cnb.cz</p> <p>ЧИЛИ</p> <p>Banco Central de Chile www.bcentral.cl</p> <p>ШВЕЙЦАРИЯ</p> <p>Schweizerische Nationalbank www.snb.ch</p> <p>Commission Federale des Banques www.sfb.admin.ch</p> <p>ШВЕЦИЯ</p> <p>Sveriges Riksbank www.riksbank.se</p> <p>Finansinspektionen www.fi.se</p>
---	---

<p>www.banrep.gov.co</p> <p>КОРЕЯ (ЮЖНАЯ)</p> <p>Bank of Korea www.bok.or.kr</p> <p>Financial Supervisory Commission www.fsc.go.kr</p> <p>КОСТА-РИКА</p> <p>Banco Central de Costa Rica www.bccr.fi.cr</p> <p>КОТ Д'ИВУАР</p> <p>Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest www.bceao.int</p> <p>Commission Bancaire de l'UMOA www.bceao.int/internet/bcweb.nsf/pages/fr</p> <p>КУВЕЙТ</p> <p>Central Bank of Kuwait www.cbk.gov.kw</p> <p>ЛАТВИЯ</p> <p>Bank of Latvia www.bank.lv</p>	<p>ШРИ-ЛАНКА</p> <p>Central Bank of Sri Lanka www.lanka.net/centralbank</p> <p>ЭКВАДОР</p> <p>Banco Central del Ecuador www.bce.fin.ec</p> <p>Superintendencia de Bancos www.superban.gov.ec</p> <p>ЭСТОНИЯ</p> <p>Eesti Pank - Bank of Estonia www.ee/epbe</p> <p>ЮЖНАЯ АФРИКА</p> <p>South African Reserve Bank www.resbank.co.za</p> <p>ЯМАЙКА</p> <p>Bank of Jamaica www.boj.org.jm</p> <p>ЯПОНИЯ</p> <p>Bank of Japan www.boj.or.jp</p> <p>Financial Services Agency www.fsa.go.jp</p>
--	---

Фондовые и срочные биржи

<p>Международные биржи</p> <p>EUREX www.eurex.ch</p> <p>Regional Stock Exchange for West Africa www.brvm.org</p> <p>Национальные биржи</p> <p>АВСТРАЛИЯ</p> <p>Australian Stock Exchange www.asx.com.au</p> <p>Stock Exchange of Newcastle www.newsx.com.au</p>	<p>МАКЕДОНИЯ</p> <p>Macedonian Stock Exchange www.mse.org.mk</p> <p>МАЛАЙЗИЯ</p> <p>Kuala Lumpur Stock Exchange www.klse.com.my</p> <p>МАЛЬТА</p> <p>Malta Stock Exchange www.borzamalta.com.mt</p> <p>МАРОККО</p> <p>Casablanca Stock Exchange</p>
---	---

<p>Sydney Futures Exchange www.sfe.com.au</p> <p>АВСТРИЯ</p> <p>Vienna Stock Exchange www.wbag.at</p> <p>NEWEX www.newex.com</p> <p>АЗЕРБАЙДЖАН</p> <p>Baku Interbank Currency Exchange www.az/bicex</p> <p>АРГЕНТИНА</p> <p>Argentine Stock Exchange System (Buenos Aires Stock Exchange) www.merval.sba.com.ar</p> <p>АРМЕНИЯ</p> <p>Yerevan Stock Exchange www.yse.am</p> <p>БАНГЛАДЕШ</p> <p>Chittagong Stock Exchange www.csebd.com</p> <p>Dhaka Stock Exchange www.dsebd.org</p> <p>БАХРЕЙН</p> <p>Bahrain Stock Exchange www.bahrainstock.com</p> <p>БЕЛЬГИЯ</p> <p>Brussels Exchanges www.bxs.be</p> <p>БЕРМУДЫ</p> <p>The Bermuda Stock Exchange www.bsx.com</p> <p>БОЛГАРИЯ</p> <p>Bulgarian Stock Exchange www.bse-sofia.bg</p> <p>БОЛИВИЯ</p> <p>Bolivian Stock Exchange http://bolsa-valores-bolivia.com</p> <p>БРАЗИЛИЯ</p>	<p>www.casablanca-bourse.com</p> <p>МЕКСИКА</p> <p>Mexican Stock Exchange www.bmv.com.mx</p> <p>МОНГОЛИЯ</p> <p>Mongolian Stock Exchange www.mse.com.mn</p> <p>НИДЕРЛАНДЫ</p> <p>Amsterdam Exchanges www.aex.nl</p> <p>НИКАРАГУА</p> <p>Stock Exchange of Nicaragua http://bolsanic.com</p> <p>НОВАЯ ЗЕЛАНДИЯ</p> <p>New Zealand Futures & Options Exchange www.nzfoe.co.nz</p> <p>New Zealand Stock Exchange www.nzse.co.nz</p> <p>НОРВЕГИЯ</p> <p>Oslo Stock Exchange www.ose.no</p> <p>ПАКИСТАН</p> <p>The Karachi Stock Exchange www.kse.com.pk</p> <p>ПАЛЕСТИНА</p> <p>Palestine Stock Exchange www.p-s-e.com</p> <p>ПАНАМА</p> <p>Panama Stock Exchange www.panabolsa.com</p> <p>ПЕРУ</p> <p>Lima Stock Exchange www.bvl.com.pe</p> <p>ПОЛЬША</p> <p>Warsaw Stock Exchange www.gpw.com.pl</p> <p>ПОРТУГАЛИЯ</p>
--	---

<p>Bahia-Sergipe-Alagoas Stock Exchange www.bvbsa.com.br</p> <p>Extremo Sul Stock Exchange www.bvpr.com.br</p> <p>Parana Stock Exchange www.bvpr.com.br</p> <p>Regional Stock Exchange www.bolsaregional.com.br</p> <p>Rio de Janeiro Stock Exchange www.bvrj.com.br</p> <p>Sao Paolo Stock Exchange www.bovespa.com.br</p> <p>ВЕЛИКОБРИТАНИЯ</p> <p>London International Financial Futures Exchange www.liffe.com</p> <p>London Stock Exchange www.londonstockexchange.com</p> <p>Tradepoint www.tradepoint.co.uk</p> <p>ВЕНЕСУЭЛА</p> <p>Caracas Stock Exchange www.caracasstock.com</p> <p>ГАНА</p> <p>Ghana Stock Exchange www.gse.com.gh</p> <p>ГЕРМАНИЯ</p> <p>Deutsche Boerse Group www.exchange.de</p> <p>ГЕРНСИ</p> <p>The Channel Islands Stock Exchange www.cisx.com</p> <p>ГВАТЕМАЛА</p> <p>National Stock Exchange www.bvnsa.com.gt</p> <p>ГОНКОНГ</p> <p>The Stock Exchange of Hong Kong www.sehk.com.hk</p> <p>ГРЕЦИЯ</p>	<p>Lisbon Stock Exchange www.bvl.pt</p> <p>РОССИЯ</p> <p>Московская Межбанковская Валютная Биржа www.micex.com www.micex.ru</p> <p>Азиатско-Тихоокеанская Межбанковская Валютная Биржа www.apicex.pacific.ru</p> <p>Екатеринбургская Фондовая Биржа www.esse.ru</p> <p>Казанский Совет Фондовой Торговли www.kbst.ru</p> <p>Московская Фондовая Биржа www.mse.ru</p> <p>Нижегородская Валютно-фондовая Биржа www.nnx.ru</p> <p>Ростовская валютно-фондовая Биржа www.rvfb.donpac.ru</p> <p>Самарская Валютная Межбанковская Биржа www.saminfo.ru/~svmb</p> <p>Санкт-Петербургская Валютная Биржа www.spsex.ru</p> <p>Фондовая Биржа «Санкт – Петербург» www.spbex.ru</p> <p>Сибирская Межбанковская Валютная Биржа www.sice.ru</p> <p>Уральская Региональная Валютная Биржа www.urvb.ru</p> <p>Фондовая Биржа “РТС” www.rtsnet.ru</p> <p>Южно-Уральская Фондовая Биржа www.suse.ru</p> <p>РУМЫНИЯ</p> <p>Buharest Stock Exchange http://bse.ccir.ro</p> <p>САЛЬВАДОР</p> <p>Stock Exchange of El Salvador www.bolsavalores.com.sv</p>
---	---

<p>Athens Stock Exchange www.ase.gr</p> <p>ДАНИЯ</p> <p>Copenhagen Stock Exchange www.xcse.dk</p> <p>ЕГИПЕТ</p> <p>Egyptian Stock Exchange www.egyptse.com</p> <p>ИЗРАИЛЬ</p> <p>Tel-Aviv Stock Exchange www.tase.co.il</p> <p>ИНДИЯ</p> <p>Bangalore Stock Exchange www.allindia.com/test/bgse1/frame.htm</p> <p>Bombay Stock Exchange www.bseindia.com</p> <p>Inter-Connected Stock Exchange www.iseindia.com</p> <p>National Stock Exchange www.nseindia.com</p> <p>ИНДОНЕЗИЯ</p> <p>Jakarta Stock Exchange www.jsx.co.id</p> <p>Surabaya Stock Exchange www.bes.co.id</p> <p>ИОРДАНИЯ</p> <p>Amman Stock Exchange www.ammanstockex.com</p> <p>ИРАН</p> <p>Tehran Stock Exchange www.tse.or.ir</p> <p>ИРЛАНДИЯ</p> <p>Irish Stock Exchange www.ise.ie</p> <p>ИСЛАНДИЯ</p> <p>Iceland Stock Exchange www.vi.is</p> <p>ИСПАНИЯ</p>	<p>СИНГАПУР</p> <p>Singapore Exchange www.simex.com.sg</p> <p>СЛОВАКИЯ</p> <p>Bratislava Stock Exchange www.bsse.sk</p> <p>СЛОВЕНИЯ</p> <p>Ljubljana Stock Exchange www.ljse.si</p> <p>США</p> <p>American Stock Exchange www.amex.com</p> <p>Boston Stock Exchange www.bostonstock.com</p> <p>New York Stock Exchange www.nyse.com</p> <p>Pacific Stock Exchange www.pacificex.com</p> <p>Philadelphia Stock Exchange www.phlx.com</p> <p>The Chicago Stock Exchange www.chicagostockex.com</p> <p>Chicago Board Options Exchange www.cboe.com</p> <p>Cincinnati Stock Exchange www.cincinnati-stock.com</p> <p>ТАИЛАНД</p> <p>The Stock Exchange of Thailand www.set.or.th</p> <p>ТАЙВАНЬ (КИТАЙ)</p> <p>Taiwan Stock Exchange www.tse.com.tw</p> <p>ТРИНИДАД и ТОБАГО</p> <p>www.stockex.co.tt</p> <p>ТУРЦИЯ</p> <p>Istanbul Stock Exchange www.ise.org</p> <p>УКРАИНА</p>
--	--

<p>Barcelona Stock Exchange www.borsabcn.es</p> <p>Bilbao Stock Exchange www.bolsabilbao.es</p> <p>Madrid Stock Exchange www.bolsamadrid.es</p> <p>Spanish Financial Futures & Options Exchange www.meff.es</p> <p>Valencia Stock Exchange www.bolsavalencia.es</p> <p>ИТАЛИЯ</p> <p>Italian Exchange www.borsaitalia.it</p> <p>КАЗАХСТАН</p> <p>Казахстанская Фондовая Биржа www.kase.kz</p> <p>КАЙМАНОВЫ ОСТРОВА</p> <p>Cayman Islands Stock Exchange www.csx.com.ky</p> <p>КАНАДА</p> <p>Canadian Venture Exchange www.cdnx.ca</p> <p>The Manitoba Securities Exchange www.msc.gov.mb.ca</p> <p>Montreal Exchange www.me.org</p> <p>Toronto Stock Exchange www.tse.com</p> <p>Vancouver Stock Exchange www.vse.com</p> <p>The Winnipeg Stock Exchange www.wse.ca</p> <p>КИПР</p> <p>Cyprus Stock Exchange www.cse.com.cy</p> <p>КИРГИЗИЯ</p> <p>Кыргызская Фондовая Биржа www.kse.kg</p> <p>КОЛУМБИЯ</p>	<p>Ukrainian Stock Exchange www.ukrse.kiev.ua</p> <p>УРУГВАЙ</p> <p>Montevideo Stock Exchange www.bvm.com.uy</p> <p>ФИЛИППИНЫ</p> <p>Philippine Stock Exchange www.pse.org.ph</p> <p>ФИНЛЯНДИЯ</p> <p>Helsinki Exchanges www.hexgroup.com</p> <p>ФРАНЦИЯ</p> <p>French Futures & Options Exchange www.matif.fr</p> <p>Paris Stock Exchange www.bourse-de-paris.fr</p> <p>МОНЕП www.monep.fr</p> <p>ХОРВАТИЯ</p> <p>Zagreb Stock Exchange www.zse.hr</p> <p>ЧЕШСКАЯ РЕСПУБЛИКА</p> <p>Prague Stock Exchange www.pse.cz</p> <p>ЧИЛИ</p> <p>Santiago Stock Exchange www.bolsantiago.cl</p> <p>Chile Electronic Exchange www.bolchile.cl</p> <p>ШВЕЙЦАРИЯ</p> <p>Swiss Exchange www.swx.com</p> <p>ШВЕЦИЯ</p> <p>OM Stockholm Exchange www.omgroup.com/transaction</p> <p>ШРИ-ЛАНКА</p> <p>Colombo Stock Exchange www.lanka.net/stocks</p>
--	--

<p>Bogota Stock Exchange www.bolsabogota.com.co</p> <p>Medellin Stock Exchange www.bolsamed.com.co</p> <p>Occidente Stock Market www.bolsadeoccidente.com.co</p> <p>КОРЕЯ (ЮЖНАЯ)</p> <p>Korea Stock Exchange www.kse.or.kr</p> <p>Korea Futures Exchange www.kofex.com</p> <p>КОСТА-РИКА</p> <p>National Stock Exchange www.bnv.co.cr</p> <p>КУВЕЙТ</p> <p>Kuwait Stock Exchange www.kse.com.kw</p> <p>ЛАТВИЯ</p> <p>Riga Stock Exchange www.rfb.lv</p> <p>ЛИВАН</p> <p>Beirut Stock Exchange www.bse.com.lb</p> <p>ЛИТВА</p> <p>National Stock Exchange of Lithuania www.nse.lt</p> <p>ЛЮКСЕМБУРГ</p> <p>Luxembourg Stock Exchange www.bourse.lu</p>	<p>ЭКВАДОР</p> <p>Guayaquil Stock Exchange www4.bvg.fin.ec</p> <p>Quito Stock Exchange www.ccbvq.com</p> <p>ЭСТОНИЯ</p> <p>Tallinn Stock Exchange www.tse.ee</p> <p>ЮЖНАЯ АФРИКА</p> <p>Johannesburg Stock Exchange www.jse.co.za</p> <p>South African Futures Exchange www.safex.co.za</p> <p>ЮГОСЛАВИЯ</p> <p>Belgrade Stock Exchange www.belex.co.yu</p> <p>ЯМАЙКА</p> <p>Jamaica Stock Exchanges www.jamstockex.com</p> <p>ЯПОНИЯ</p> <p>Nagoya Stock Exchange www.nse.or.jp/index-e.htm</p> <p>Osaka Securities Exchange www.ose.or.jp</p> <p>Tokyo Stock Exchange www.tse.or.jp/eindex.html</p> <p>Tokyo International Financial Futures Exchange www.tiffe.or.jp</p>
--	--

Международные организации, обобщающие лучшие практики регулирования для фондового рынка

<p>Bank for International Settlements www.bis.org</p> <p>Economic Cooperation Organization www.ecosecretariat.org</p> <p>Emerging Markets Traders Association www.emta.org</p>	<p>International Finance Corporation (World Bank Group) www.ifc.org</p> <p>International Monetary Fund www.imf.org</p> <p>International Organization for Standardization</p>
---	--

<p>European Bank for Reconstruction and Development www.ebrd.org</p> <p>European Free Trade Association www.efta.int</p> <p>European Investment Bank www.eib.org</p> <p>European Investment Fund www.eif.org</p> <p>European Union www.europa.eu.int</p> <p>Federation of Euro-Asian Stock Exchanges www.feas.org</p> <p>Federation of European Stock Exchanges www.fese.be</p> <p>International Chamber of Commerce www.iccwbo.org</p> <p>World Federation of Exchanges www.world-exchanges.org</p>	<p>www.iso.ch</p> <p>International Organization of Securities Commissions www.iosco.org</p> <p>International Securities Market Association www.isma.org</p> <p>Organization for Economic Co-operation and Development www.oecd.org</p> <p>United Nations Commission on International Trade Law www.uncitral.org</p> <p>United Nations Conference on Trade and Development www.unctad.org</p> <p>United Nations Industrial Development Organization www.unido.org</p> <p>World Bank www.worldbank.com</p> <p>World Trade Organization www.wto.org</p>
---	--