

Глава 6 Регулирование фондовых рынков

6.1 Общие цели и принципы регулирования фондовых рынков

Международная организация комиссий по ценным бумагам (ИОСКО) в своем программном документе “Цели и принципы регулирования фондового рынка”, опубликованном в 1998 г.,¹ определила три основные цели этого регулирования:

- защита инвесторов;
- обеспечение прозрачности и эффективности рынка и честных правил торговли;
- снижение уровня систематического риска

Эти три цели тесно взаимосвязаны и взаимозависимы. Так, многие из тех требований, которые помогают сохранять честный и прозрачный рынок, одновременно снижают и уровень систематического риска. Точно так же меры, направленные на снижение систематического риска, облегчают защиту инвесторов.

Кроме этих общих целей, регулирование фондового рынка может преследовать также иные цели. Так, в условиях экономического кризиса или спада регулирование может и должно быть ориентировано непосредственно на стимулирование инвестиций. Например, в годы правления Р. Рейгана (80-е годы) перед Комиссией по ценным бумагам и биржам США была поставлена задача меньше заниматься надзором за рынком ценных бумаг, а больше “поощрением инвестиций и накоплений”.² Реализация этих целей была возложена на нового председателя комиссии Джона Шэда (Shad) (1981-1986). Шэд создал Отдел экономического анализа и покончил с ситуацией, когда Комиссия являлась вотчиной почти исключительно юристов. После биржевого кризиса 1987 г. (сильнейшего после 1929 г.) Комиссия по ценным бумагам и

¹ Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. September 1998 <http://www.iosco.org/> Об этой организации см. ниже.

² Khademian A.M. The SEC and Capital Market Regulation. The Politics of Expertise. Pittsburg, 1992 p.155.

биржам еще больше усилила акцент на экономическую работу, расширив Отдел экономического анализа за счет приема на работу дюжины специалистов с дипломом Ph.D. в области экономики.¹

На Первом Всероссийском совещании по рынку ценных бумаг и срочному рынку (Москва, 22 декабря 1998 г.) отмечалось, что в условиях глубочайшего кризиса, в котором оказался российский фондовый рынок в 1998 г., акцент в регулировании должен быть сделан именно на поощрении инвестиций и экономического роста, а не на утяжелении регулятивной инфраструктуры рынка, “которая во все большей мере начинает носить жестко регламентированный характер в отсутствие самого объекта регулирования”.²

Система регулирования фондового рынка в настоящее время имеет два уровня: саморегулирование профессиональных участников и регулирование государства.

Исторически первым возникло саморегулирование, которое осуществлялось фондовыми биржами. Собственно, одна из функций фондовой биржи и раньше, и теперь как раз и заключается в выработке и соблюдении определенных правил поведения на фондовом рынке, и фондовые биржи являются, помимо организаторов торговли, также саморегулируемыми организациями.

Государственное регулирование возникает значительно позже. В конце XIX - начале XX вв. в некоторых странах появляются законы о компаниях, которые регламентируют отношения внутри компаний (акционерных обществ) и отношения компания - акционер. В некоторых странах (Германия) принимаются законы о фондовых биржах.³

¹ Ibid., p.99.

² Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России. Материалы Первого Всероссийского совещания по рынку ценных бумаг и срочному рынку. Москва, 22 декабря, 1998 г., стр.29.

³ Как отмечает Ю.С. Сизов, дореволюционной России принадлежит ряд международных приоритетов в создании системы регулирования рынка ценных бумаг. Например, в 1845 г. Россия первой в истории капитализма ввела у себя жесткие нормы ответственности руководителей и членов акционерных обществ. Так, за нанесение имущественного ущерба руководством компании своему А/О полагались тюремные сроки до 4 лет. (См. Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. М.: Планета 2000, 1999, стр. 49).

Тем не менее, государственное регулирование фондового рынка как система (впрочем, как и в целом система экономического регулирования) возникает в США в 30-е годы, а в большинстве стран фактически после Второй мировой войны.

Основу регулятивной системы, ее каркас составляет нормативно-правовая база регулирования. Эффективное законодательство по ценным бумагам, согласно упомянутому документу ИОСКО “Цели и принципы регулирования фондового рынка” (Objectives and Principles of Securities Regulation.), должно охватывать следующие области:

1. Законодательство о компаниях (акционерных обществах)
 - 1.1 Образование компании.
 - 1.2 Обязанности директоров и управляющих.
 - 1.3 Регулирование поглощений, слияний и прочих сделок, способных повлиять на отношения собственности и контроля.
 - 1.4 Эмиссия и размещение ценных бумаг.
 - 1.5 Раскрытие информации акционерам для принятия ими обоснованного решения по выборам совета директоров.
 - 1.6 Раскрытие информации о крупных пакетах акций.
2. Гражданское/Договорное право.
 - 2.1 Частное договорное право.
 - 2.2 Предоставление ценных бумаг займа и их залог.
 - 2.2 Права, вытекающие из ценных бумаг и процедура передачи прав по ценным бумагам.
3. Налоговое законодательство.
4. Законодательство о банкротстве.
 - 4.1 Права владельцев ценных бумаг в случае банкротства эмитента.
 - 4.2 Права клиентов финансовых посредников в случае их банкротства.
5. Законодательство о конкуренции.
 - 5.1 Предотвращение действий, препятствующих конкуренции
 - 5.2 Равный доступ в отрасль.
 - 5.3 Предотвращение недобросовестного использования доминирующего положения на рынке.
6. Банковское законодательство.
7. Разрешение конфликтов.
8. Законодательство о посредниках.
 - 8.1 Доступ в отрасль.

В России, как и в других странах с директивной в прошлом экономикой, это законодательство пришлось создавать фактически с «нуля». И практически

в каждом его элементе существуют лакуны, противоречия или просто неудачные положения, которые мешают наладить нормальную работу фондового рынка и обеспечить выполнение им своей основной макроэкономической функции: финансирования хозяйства. Самым слабым элементом российской системы законодательства по фондовому рынку, с нашей точки зрения, является законодательство о компаниях, налогах и банкротстве.

Вторым элементом системы регулирования является система органов регулирования. Она включает органы государственного регулирования и органы саморегулирования. Во всех странах с развитыми рынками регулирование базируется на сочетании саморегулирования и государственного регулирования. Соотношение между полномочиями тех и других органов в разных странах разное. Великобритания до 1998 г. представляла собой, пожалуй, единственную страну, опирающуюся при регулировании фондового рынка только на органы саморегулирования (см. ниже).

Государственных органов регулирования может быть несколько или один. Контроль над фондовым рынком может быть возложен как на специальный орган, так и на подразделение какого-либо органа государственного управления (министерства финансов или центрального банка).

В большинстве стран с развитыми фондовыми рынками контроль и регулирование возложены на специальный орган.¹ При этом, однако, он может быть полностью самостоятельным государственным учреждением (Комиссия по ценным бумагам и биржам США) или подчиняться другому государственному органу, например, министерству финансов (такая модель сложилась во Франции).

¹ Список всех регулятивных органов доступен через сайт ИОСКО <http://www.iosco.org/>

В целом можно констатировать, что в целом наиболее предпочтительной является модель независимого регулятивного органа, которая принята в большинстве стран.

ИОСКО выделила 30 принципов регулирования фондового рынка, сгруппированных по 8 категориям:

А. Принципы, относящиеся к регулируемому органу (РО).

1. Круг обязанностей РО должен быть четко определен.
2. Регулятор должен быть, с одной стороны, независим в своей оперативной работе, а, с другой, подотчетен вышестоящему органу управления.
3. РО должен иметь адекватные полномочия, достаточные возможности для выполнения своих функций.
4. Регулирование должно быть ясным и последовательным.
5. Сотрудники РО должны строго соблюдать требования профессиональной этики, включая требования конфиденциальности.

В. Принципы саморегулирования.

6. Система органов регулирования должна включать саморегулируемые организации (СРО) в той мере, в какой этого требуют размеры и степень развития рынков.
7. СРО должны находиться под контролем РО и соблюдать все этические нормы и стандарты при осуществлении своих функций.

С. Принципы контроля за соблюдением законодательства.

8. РО должен обладать достаточными полномочиями для контроля, проведения инспекторских проверок и расследований.
9. РО должен обладать широкими полномочиями по контролю за соблюдением законодательства по ценным бумагам, включая контроль за наказанием нарушителей.
10. Регулятивная система должна обеспечивать эффективное использование полномочий РО по проведению инспекторских проверок, расследований,

контроля за соблюдением законодательства и реализацией эффективных программ “комплаенс”.¹

D. Принципы международного сотрудничества РО

11. РО должен предоставлять информацию (как открытую, так и закрытую) другим национальным и зарубежным РО.
12. РО обязаны создать механизм предоставления такой информации (как, когда, при каких условиях).
13. Регулятивная система должна предусматривать возможность предоставления помощи зарубежным РО в расследовании операций на фондовом рынке.

E. Принципы для эмитентов

14. Эмитенты должны предоставлять инвесторам полную, своевременную и точную информацию о своей деятельности, которая может повлиять на их инвестиционные решения.
15. Отношение к акционерам должно быть честным и беспристрастным.
16. Стандарты учета и аудита должны соответствовать международным нормам.

F. Принципы регулирования для институтов коллективного инвестирования (ИКИ)

17. Регулятивная система должна устанавливать стандарты деятельности и регулирования тех, кто намерен продавать инструменты ИКИ или управляет ими.
18. Регулятивная система должна содержать положения, касающиеся юридической формы и структуры ИКИ, а также вопросы выделения (обособления) и защиты активов клиентов.
19. Регулятивная система должна предусматривать полное раскрытие информации эмитентами инструментов коллективного инвестирования с тем,

¹ Внутренняя система соблюдения юридических и этических норм и правил торговли на финансовых рынках.

чтобы инвестор имел возможность оценить целесообразность участия в данном ИКИ и величину своей доли в нем.

20. Регулятивная система должна гарантировать наличие ясного и четкого метода оценки чистой стоимости активов, определения цены и погашения инструментов коллективного инвестирования.

Г. Принципы для посредников фондового рынка

21. Регулирование должно предусматривать наличие определенных минимальных требований для начала деятельности на фондовом рынке.

22. Должны быть установлены первоначальные и постоянно поддерживаемые требования по минимальной величине капитала, отражающие риски, которые несут эти посредники.

23. Посредники должны соблюдать определенные стандарты внутренней организации и деятельности с целью защиты интересов клиентов, обеспечения надлежащего управления риском и принятия их руководством основной ответственности в этой сфере.

24. Система регулирования должна предусматривать процедуры на случай банкротства посредника, для минимизации потерь инвесторов и уменьшения систематического риска.

Н. Принципы для вторичного рынка

25. Создание торговых систем, включая фондовые биржи, не может носить нерегулируемый характер.

26. Система регулирования должна предусматривать постоянный надзор над биржами и другими торговыми системами, с тем чтобы обеспечить честные правила игры с соблюдением баланса интересов всех участников рынка.

27. Регулирование должно способствовать прозрачности торговли.

28. Система регулирования должна быть построена таким образом, чтобы вовремя обнаруживать и воспрепятствовать манипулированию на рынке и прочим нечестным методам торговли.

29 Регулятивная система должна быть нацелена на управление риском дефолта, серьезного потрясения рынка и т.п.

30 Системы клиринга и расчетов должны находиться под контролем регулятивных органов, обеспечивая эффективную работу и уменьшение систематического риска.

Каким образом могут достигаться указанные выше цели регулирования фондового рынка?

Защита инвесторов

Инвесторы должны быть защищены от всякого рода мошеннических, вводящих в заблуждение действий, включая инсайдерскую торговлю, торговлю с опережением своих клиентов (front running) и неправомерного использования их активов.

Самым важным методом защиты инвесторов является полное раскрытие информации. В этом случае инвесторы могут лучше оценить потенциальные риски, связанные с их инвестициями, и защитить свои интересы. Ключевым элементом системы раскрытия информации выступает наличие признанных на международном уровне стандартов учета.

Услуги финансовых посредников или организаторов торговли должны предоставлять только лица, имеющие на это соответствующую лицензию и полномочия. Требования достаточности капитала, предъявляемые к этим организациям (индивидуумам), должны быть таковы, чтобы гарантировать претензии клиентов в случае прекращения их деятельности.

Должна действовать эффективная система контроля, инспекционных проверок и “комплаенс”.

Защита инвесторов требует наличия очень жесткой системы исполнения законов о ценных бумагах, включая системы наказания.

Инвесторы должны иметь доступ к нейтральному органу (например судебному) для того чтобы получить компенсацию за неправомерное поведение посредника.

Обеспечение прозрачности и эффективности рынка и честных правил торговли

Лицензирование торговых систем способствует поддержанию честного рынка.

Регулирование должно быть построено таким образом, чтобы обеспечивать равный доступ инвесторов к рынку и ценовой информации.

В условиях эффективного рынка распространение существенной информации носит своевременный характер и отражается на формировании цен. Регулирование должно способствовать росту эффективности рынка путем создания условий для максимально свободного распространения ценовой информации.

Снижение систематического риска

От регулятивных органов нельзя ожидать предотвращения банкротств посредников, тем не менее, регулирование должно уменьшать риск банкротства. Если же банкротство произошло, регулирование должно способствовать снижению его воздействия на инвесторов. Одним из инструментов управления подобным риском является поддержание требований к минимальной величине капитала. При необходимости посредник должен быть в состоянии прекратить свою деятельность без потерь для своих клиентов.

Поскольку принятие риска является неотъемлемой особенностью деятельности на рынке, регулирование не должно чрезмерно душить риск. Скорее регуляторы должны создавать условия для эффективного управления риском и контролировать чрезмерно рискованные операции.

Торговля с использованием инсайдерской информации. Торговля с использованием инсайдерской информации, наряду с мошенническими

операциями, относится к числу самых серьезных нарушений на развитых рынках ценных бумаг. Законодательство почти всех стран содержит специальные правовые нормы, регламентирующие торговлю ценными бумагами инсайдерами и практически повсеместно предусматривает суровое наказание за его нарушение - в ряде стран до 7-10 лет тюремного заключения, не считая штрафов.

Законодательство всех стран исходит из того, что лица, обладающие информацией об эмитенте в силу своего служебного положения или профессиональной деятельности, причем эта информация не раскрыта публике, обязаны либо сначала раскрыть эту информацию, либо воздержаться от совершения сделки с ценными бумагами эмитента.

Особенно пристальное внимание к этой проблеме стало уделяться в 80-е и 90-е годы. Во многих странах были впервые приняты законодательные нормы, определяющие некоторые виды торговли ценными бумагами инсайдерами как уголовное преступление. США ужесточили санкции за нарушение антиинсайдерских положений своего законодательства.

В развитых странах уже достаточно давно достигнуто понимание того, что торговля с использованием инсайдерской информации подрывает доверие инвесторов к ценным бумагам, что самым негативным образом отражается на финансовом рынке в целом, а через него и на всем инвестиционном процессе.

Правда, в специальной литературе можно встретить и противоположную точку зрения: торговля инсайдеров играет важную экономическую роль, подготавливая и разогревая рынок прежде, чем информация становится общедоступной. Но подобный подход не получил поддержки ни у законодателей, ни, тем более, у регуляторов рынка.

6.2 Система регулирования фондового рынка США

Исторически первой, наиболее жесткой и эффективной системой регулирования фондового рынка является система США. Именно она

послужила и продолжает служить образцом при создании национальных систем регулирования в большинстве стран мира, включая Россию.

Современная система регулирования фондового рынка сложилась в США еще в 30-е годы. Именно тогда она приобрела двухуровневый характер. Первый уровень - это органы государственного регулирования, прежде всего Комиссия по ценным бумагам и биржам, а также специальные органы регулирования в штатах. Второй уровень представлен саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, к числу которых в США относятся в первую очередь фондовые биржи и НАСД - Национальная ассоциация фондовых дилеров.¹

6.2.1. Из истории регулирования рынка ценных бумаг²

Вплоть до начала XX в. какое-либо регулирование на рынке ценных бумаг США со стороны государственных органов отсутствовало.

Рынок ценных бумаг контролировался исключительно фондовыми биржами, а само это регулирование предназначалось для поддержания честных правил игры между самими профессиональными участниками и практически никак не затрагивало инвесторов. На фондовом рынке процветала практика манипулирования ценами, которая в настоящее время повсеместно признана противозаконной.

На федеральном уровне законодательство по ценным бумагам, как и система органов регулирования США, создано после Великой депрессии 1929-1933 г. Первым законом стал Закон о ценных бумагах (Securities Act) 1933 г.

Закон о ценных бумагах 1933 г. регулирует вопросы, связанные с выпуском ценных бумаг в обращение - первичный рынок ценных бумаг. Его

¹ Другие органы регулирования - Комиссия по товарным фьючерсам (Commodity Futures Trading Commission) - государственная организация и Совет по торговле муниципальными ценными бумагами (Municipal Securities Rulemaking Board) - саморегулируемая организация.

² Об истории развития законодательства в США см. также Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. М.: Экономика, 1998.

основополагающей идеей является раскрытие информации (disclosure) для инвесторов. Если кто-либо выпускает и предлагает ценные бумаги заранее неопределенному числу инвесторов, то эмитент обязан зарегистрировать специальный документ - регистрационное заявление - в федеральном органе. Регистрационное заявление включает основную информацию об эмитенте и о том, как он собирается использовать полученные от инвесторов средства. Если в процессе подписки или после нее выясняется, что эмитент сообщил недостоверную или ложную информацию, Закон дает право инвесторам обращаться в суд с иском на эмитента. Иногда этот закон называют "Truth in Securities Act".

В 1933 г. году американские законодатели приняли Закон о банках 1933 г., известный под названием Закона Гласса-Стигала (Glass - Steagall Act). Этот закон однозначно решал вопрос о совмещении банками коммерческих и инвестиционных функций. Отныне коммерческие банки не имели право ни осуществлять инвестиции в ценные бумаги корпораций, ни участвовать в их андеррайтинге, ни проводить брокерских операций с такими ценными бумагами (см. раздел 3.4.3).

Через год, в 1934 г., был принят Закон о фондовых биржах (Securities Exchange Act).¹ Этот закон распространял регулирующие функции федерального правительства на вторичный рынок ценных бумаг. Согласно этому акту, профессиональные участники рынка ценных бумаг - инвестиционные институты, фондовые биржи - обязаны были зарегистрироваться в федеральном органе. Этим же законом данный орган был создан - Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission). Акт ставил вне закона манипуляции с ценными бумагами, вводил ограничения на продажу без покрытия, на покупку ценных бумаг в кредит, а

¹ Если исходить из его содержания, то можно было бы дать перевод Закон об обращении ценных бумаг.

также устанавливал жесткие ограничения на торговлю собственными ценными бумагами инсайдерами - директорами и управляющими корпораций.

Первым председателем комиссии по ценным бумагам и биржам Ф.Д.Рузвельт назначил известного финансиста Джозефа Кеннеди (отца будущего президента США Джона Кеннеди). Сторонники Нового курса поначалу весьма скептически восприняли эту кандидатуру, поскольку Д.Кеннеди являлся крупным инвестиционным банкиром, сделавшим состояние на операциях с ценными бумагами, причем зачастую используя многие из тех приемов, которые КЦББ должна была не допустить.

Однако ФДР преследовал вполне определенные цели: участие Уолл Стрит в экономическом обновлении и поддержке его курса. И действительно, Кеннеди выступил связующим звеном между реформаторами и большим бизнесом.

Следующим законом о ценных бумагах стал Закон о холдинговых компаниях в сфере коммунального хозяйства 1935 г. (Public Utility Holding Company Act of 1935).

В начале 30-х годов 80% электроэнергии в США вырабатывалось на электростанциях, принадлежавших 15 холдинговым компаниям; 98,5% электроэнергии, передаваемой между штатами, контролировалось 20 холдинговыми компаниями; 80% газопроводов находилось в руках 11 компаний. Иными словами, отрасль была высокомонополизирована, что, в итоге, приводило к высоким ценам для потребителей.

Эти холдинговые компании возникли в результате сложных слияний и поглощений с помощью выпуска акций.

Закон 1935 г. требовал от холдинговой компании регистрацию в КЦББ, Комиссия получила право дробить холдинги по территориальному признаку, что фактически означало их упразднение. 17 лет спустя, несмотря на ряд попыток оспорить решения КЦББ в судебном порядке, кампания по реорганизации коммунального хозяйства была завершена.

В 1938 г. Конгресс принял поправку к Закону о фондовых биржах - т. наз. "Закон Мэлони" (Maloney Act), распространивший контроль КЦББ на внебиржевой рынок. Идея заключалась в том, чтобы создать организацию профессиональных участников рынка ценных бумаг, которая следила бы за выполнением правил игры на этом рынке, но при этом находилась под контролем КЦББ. Такой организацией стала Национальная ассоциация фондовых дилеров - НАСД (National Association of Securities Dealers).

В 1939 г. появился Закон о доверительном договоре (Trust Indenture Act of 1939), регулировавший процедуру выпуска облигаций корпорациями. Его основная идея - открытая подписка на облигации (на сумму более 7,5 млн. долл.) может осуществляться только при наличии доверенного лица (trustee), стоящего на защите интересов инвестора. В качестве trustee должна выступать независимая компания (обычно это банк), отвечающая определенным требованиям с точки зрения минимального размера капитала. Доверенное лицо должно быть одобрено Комиссией.¹

В 1940 г. принято два закона: Закон об инвестиционных компаниях и Закон об инвестиционных консультантах (Investment Company Act of 1940, Investment Advisers Act of 1940). Первый обязывал инвестиционные компании регистрироваться в КЦББ и давал ей обширные полномочия по регулированию их деятельности. Второй требовал от инвестиционных консультантов регистрации в КЦББ. В обоих законах устанавливались определенные требования к капиталу, операциям и пр.

На этом период активного нормотворчества в области ценных бумаг завершился. Нетрудно заметить, что он совпал с периодом радикальных преобразований в системе государственного регулирования экономики США, проходившей в рамках "Нового курса" Рузвельта.

После Второй мировой войны происходит частичное свертывание системы государственного регулирования экономики. Этот процесс затронул и

¹ Ничего подобного в российском законодательстве нет.

КЦББ. Если до 1940 г. численность персонала комиссии неуклонно росла, достигнув 1587 человек, то к 1950 г. она сократилась до 1082, а к 1955 г. до 692 человек.¹

В 1962 г. в Америке произошел очередной биржевой кризис. Индекс Доу-Джонса упал на 27%. Пришедший к власти на выборах 1960 г. Джон Ф. Кеннеди потребовал подготовить доклад о состоянии дел на фондовом рынке. Затем он обратился в Конгресс с просьбой провести специальное расследование в области регулирования рынка. В итоге в 1964 г. были приняты поправки к законам 30-х годов (Securities Act Amendments 1964). Они предусматривали распространение требований раскрытия информации на ценные бумаги, находящиеся во внебиржевом обороте. Любая компания с количеством акционеров свыше 750 и активами свыше 1 млн.долл. отныне подпадала под требование раскрытия информации. (Прежде это требование касалось более крупных корпораций).

Поправки также предоставляли КЦББ больше полномочий по контролю над рынком. За короткий период штат сотрудников более чем удвоился, достигнув 1393 человек в 1965 г.

В 60-е годы резко возросло число судебных разбирательств относительно точности информации, предоставляемой в регистрационных документах.

В июле 1967 г. Конгресс принял специальный закон (Williams Act), вступивший в силу в 1968 г., по которому КЦББ был передан контроль над процедурой скупки контрольного пакета акций корпорации путем тендерного предложения (tender offer). При тендерном предложении покупатель делает публичное предложение приобрести акции корпорации по определенной цене. Закон предусматривает 1) полное раскрытие информации о покупателе, 2) предложение должно сохранять силу не меньше определенного промежутка

¹ Karmel R.S. Regulation by Prosecution: The Securities and Exchange Commission vs. Corporate America. N.Y., 1982, p.50.

времени (15 дней) и 3) все продавцы имеют право на максимальную (единую) цену.¹

С целью защиты инвесторов от банкротств брокерско-дилерских фирм в 1970 г. специальным актом Конгресса была образована Корпорация по защите инвесторов (Securities Investor Protection Corporation). Корпорация компенсирует потери инвесторов на сумму до 500 тыс. долл., из которых 100 тыс. может приходиться на наличные, остальное - на ценные бумаги. Корпорация - некоммерческая организация, членами которой являются компании по ценным бумагам (брокерско-дилерские фирмы). Фонд корпорации образуется за счет взносов членов. Из 7 членов правления 5 назначаются президентом США, 1 - министерством финансов, 1 - Правлением ФРС. Корпорация обязана ежегодно предоставлять отчет в Комиссию по ценным бумагам и биржам, последняя, в свою очередь, вправе проводить проверки ее деятельности и вносить коррективы в правила ее деятельности.

В 1975 г. в правила игры на рынке были внесены новые изменения. Поправки 1975 г. в законы о ценных бумагах расширили возможность санкций против отдельных членов бирж и НАСД. Но важнейшим событием принято считать отмену фиксированных комиссионных с 1 мая 1975 г. (т.наз. "первомай" в индустрии ценных бумаг). Тем самым было покончено с одним из основополагающих принципов работы Нью-Йоркской фондовой биржи, существовавшим с момента ее образования в 1792 г.²

Комиссия рекомендовала отменить правило 394 (в настоящее время 390) Нью-Йоркской фондовой биржи (НФБ), согласно которому члены НФБ не могут торговать списочными (листинговыми) акциями НФБ за ее пределами. Однако эта рекомендация и в 1998 г. оставалась нереализованной.

¹ Modernising U.S. Securities Regulation. Ed. by Kenneth J., Kamphnis R.W. Jr., N.Y., 1992, p.294. Cheeseman H.R. Business Law: The Legal, Ethical and International Environment. Engelwood Cliffs, 1992, p.865-866.

² Некоторые считают, что отмена фиксированных комиссионных - заслуга Комиссии. Однако есть и другая точка зрения: биржа уже сама была готова осуществить эту отмену под давлением конкуренции со стороны других организованных рынков, в первую очередь НАСДАК. Отмена фиксированных комиссионных резко обострила конкуренцию на рынке, а также способствовала снижению транзакционных издержек для крупных инвесторов, поскольку для них ставки комиссионных понизились, а для мелких - повысились.

Поправки к законам о ценных бумагах 1975 г. нацелили КЦББ на создание национальной системы торговли ценными бумагами (National Market System) и общенациональной расчетно-клиринговой системы.

В 1978 г. была введена в действие система (Intermarket Trading System), соединившая в единую информационную сеть все биржи и НАСДАК, позволяющую в режиме реального времени видеть наилучшие котировки по различным ценным бумагам на всех этих рынках. Еще одним шагом на пути создания Национального рынка ценных бумаг стало введение единой системы регистрации сделок с ценными бумагами (consolidated tape) и единую систему котировки (composite quotation system).

Однако до создания единого рынка и в конце 90-х оставалось еще очень далеко, как и в середине 70-х. Слишком велика конкуренция между отдельными организаторами торговли.

Перед КЦББ ставилась также задача устранить физическое перемещение сертификатов акций при урегулировании расчетов по ценным бумагам (settlement). Эта задача решена отчасти благодаря Депозитарно-доверительной компании (Depository Trust Company), выступающей в роли депозитария НФБ, НАСДАК-АФБ.

Один из разделов Поправок 1975 г. вводил требование регистрации брокеров, дилеров, банков, регулярно занимающихся покупкой, продажей и другими операциями с муниципальными ценными бумагами (за исключением трастовых операций). Был создан специальный Совет по регулированию деятельности брокеров и дилеров, совершающих операции с муниципальными ценными бумагами (Municipal Securities Rulemaking Board), являющийся саморегулируемой организацией.

Поправки к Закону 1934 г., внесенные в 1975 г., распространили контроль КЦББ на клиринговые организации и поставщиков финансовой информации, введя требование их регистрации и отчетности .

В 1977 г. Конгресс принял Закон о подкупе должностных лиц за рубежом Foreign Corrupt Practices Act, надзор за которым возложен на КЦББ. По этому закону должностным лицам американских корпораций запрещено давать взятки правительственным чиновникам и политическим деятелям за рубежом. Компании, уличенные в нарушении этого закона, могут быть оштрафованы на 2 млн.долл., а их служащие могут быть подвергнуты штрафу до 100 тыс. долл. или тюремному заключению до 5 лет (либо тому и другому вместе). Этим же законом предусматривается, что публичные компании ведут свою отчетность таким образом, чтобы она точно отражала все операции и не допускала наличия неучтенных средств (черной кассы).

В 80-е годы принято два закона, ужесточающих санкции против инсайдеров: Insider Trading Sanctions Act 1984, Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act 1988. Эти законы значительно усилили наказание за использование внутренней (служебной) информации. В прошлом КЦББ могла конфисковать только доходы, полученные в результате использования внутренней информации. По новым законам размер штрафа может в три раза превышать прибыль, полученную от использования внутренней информации. Физическое лицо может быть подвергнуто тюремному заключению сроком до 10 лет.¹

6.2.2 Основные законы о ценных бумагах

Итак, основные положения, касающиеся регулирования фондового рынка США, изложены в Законе о ценных бумагах 1933 г. и Законе о фондовых биржах 1934 г. Рассмотрим их содержание.

Закон о ценных бумагах 1933 г.

Ценные бумаги, предлагаемые для публичной продажи в нескольких штатах, непосредственно эмитентом или лицом, контролирующим эмитента,

¹ Именно на основании этих законов был приговорен в 1986 г. к тюремному заключению и уплате 100 млн.долл.штрафа Иван Бойски (Ivan Boesky), послуживший прототипом Гордона Гекко - корпоративного пирата (соrogate raider) из известного голливудского фильма "Уолл Стрит", а в 1990 г. получил 10 лет тюрьмы и заплатил 400 млн. долл. штрафа Майкл Милкен - специалист по поглощениям с помощью "мусорных облигаций" (junk bonds).

прежде должны быть зарегистрированы, согласно закону, путем представления регистрационной заявки (registration statement) и проекта проспекта эмиссии (prospectus) в Комиссию по ценным бумагам и биржам (КЦББ). Некоторые ценные бумаги не требуют регистрации (exempted securities). Не требуется регистрировать государственные ценные бумаги (федерального правительства, штатов и муниципалитетов); инструменты, используемые в текущих операциях, выпускаемые на срок менее 270 дней (простые и переводные векселя, банковские акцепты, коммерческие бумаги); любые ценные бумаги некоммерческих организаций (религиозных, образовательных, благотворительных и пр.), банков, ссудо-сберегательных ассоциаций, фермерских кооперативов; доверительные сертификаты; страховые полисы; ценные бумаги, реализуемые внутри штата. Не требует полной регистрации публичная эмиссия на сумму менее 5 млн.долл.¹

Наиболее распространенной формой регистрационного заявления является т. наз. форма S-1. Кроме нее существует более дюжины форм для различных компаний и различных случаев.

Регистрационное заявление должно включать финансовую и прочую информацию, которая позволит произвести сознательный анализ ценных бумаг и оценку их стоимости инвесторами, которым они предлагаются к продаже. Сюда входит описание сферы деятельности компании, заверенный аудитором отчет и балансы компании, сведения о руководстве компании, включая получаемое ими вознаграждение, сведения об аффилированных лицах, сведения об основных акционерах, условия андеррайтингового соглашения и сведения о членах синдиката андеррайтеров и т.п. (См. Закон о ценных бумагах 1933, Статья 26).²

В несколько сжатом виде эти же сведения содержатся в проспекте эмиссии, который предлагается инвесторам. До момента регистрации этот

¹ Compilation of Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce. Washington, 1993, p.6-9.

² Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce. Washington, 1993, p.29-34.

документ имеет предварительный характер и носит название red herring (копченая селедка). Его можно публиковать, но на самом документе должно быть указание о том, что это только предварительный проспект. Указание представляет собой текст на полосе красного цвета, гласящий, что данные бумаги еще не прошли регистрации (отсюда и такое странное название предварительного проспекта). Заключение контрактов на продажу и их продажа возможны лишь после наступления даты регистрации.

Поданные заявки на регистрацию рассматриваются в Управлении корпоративных финансов КЦББ в Вашингтоне. Региональные отделения в этой процедуре не участвуют. В регистрации может быть отказано или она может быть приостановлена (после соответствующего уведомления) если выясняется, что заявка содержит неверную информацию или в ней не хватает необходимых сведений. Регистрация откладывается до тех пор, пока не будут внесены необходимые исправления. По умолчанию, регистрация считается состоявшейся на 20-й день после подачи заявки.¹

20-дневный “охладительный период” во многих случаях оказывается слишком длительным. В условиях чрезвычайно подвижных процентных ставок (а с такой ситуацией американские корпорации столкнулись в 80-е годы) ситуация на рынке может радикально измениться. Крупные корпорации, вроде “Эксон” или “Дюпон”, неоднократно выражали недовольство процедурой регистрации. Идя навстречу их пожеланиям, КЦББ упростила процедуру регистрации для наиболее надежных эмитентов.

Начиная с 1982 г. крупные корпорации, чьи акции котируются на биржах, на основе Правила 415 Комиссии по ценным бумагам и биржам имеют возможность единожды зарегистрировать выпуск, как бы положив его на полку (отсюда и название "полочная регистрация" - shelf registration), а реальную продажу производить по мере необходимости в течение 2 лет. Используя данную процедуру, компания имеет возможность выйти на рынок

¹ Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce. Washington, 1993, p.14.

капитала в течение нескольких дней, а не недель или месяцев. Кроме того, она снижает андеррайтинговый спред. Если при традиционном размещении корпоративных облигаций величина спреда составляет от \$7,50 до \$8,75 на одну облигацию (номиналом \$1000), то при "полочной регистрации" он снижается до \$2-3. При выпуске акций традиционным методом издержки составляют 3-4% от выручки, при "полочной регистрации" они сокращаются до 2-3%. Неудивительно, что крупные корпорации в основном используют именно этот метод.

Регистрация не гарантирует инвесторов от потерь при покупке ценных бумаг, ее цель - дать им информацию, которая позволит реалистично оценить бумаги. В проспекте должны быть исчерпывающе раскрыты все риски, связанные с покупкой этих бумаг. Кроме того, регистрация не является свидетельством того, что КЦББ дает положительную оценку инвестиционным качествам ценных бумаг или гарантирует точность изложенных в заявке данных. Представлять дело таким образом при продаже ценных бумаг противозаконно. Однако, если сведения, содержащиеся в регистрационном заявлении и проспекте не соответствуют действительности, лица, ответственные за представление этой информации в КЦББ, подвергают себя риску штрафа, тюремного заключения или того и другого, а компания-эмитент, ее руководители и андеррайтеры несут ответственность за покрытие убытков покупателей зарегистрированных ценных бумаг.

Иными словами, Закон не предотвращает появление на рынке спекулятивных, высокорискованных ценных бумаг. Если информация раскрыта должным образом, Комиссия не может запретить выпуск, даже если анализ данных позволяет сделать вывод о том, что ценность данных бумаг очень сомнительна.

Законом предусмотрены конкретные штрафные санкции за его нарушение: от 5 до 100 тыс. долл. для физических лиц и от 50 до 500 тыс. долл. для юридических лиц. Максимальный срок тюремного заключения - до 5 лет.¹

При подаче заявления на регистрацию с эмитента взимается плата в размере 0,02% от стоимости эмиссии.

Как отмечалось выше, не требуется регистрация при закрытой подписке (private placement). Закрытая подписка производится среди заранее определенного круга “искушенных” (sophisticated) инвесторов, “способных определить степень рисков, связанных с этими инвестициями”. Но при закрытой подписке инвестор не вправе перепродавать ценные бумаги в течение 2 лет с момента покупки.²

В 1990 г. КЦББ приняла Правило 144а (Rule 144a), которое увеличило ликвидность ценных бумаг, размещаемых по закрытой подписке. Разрешается вторичная торговля бумагами, размещаемыми по закрытой подписке среди “квалифицированных институциональных покупателей” (qualified institutional buyers). Под таковыми понимаются, например, страховые компании, инвестиционные компании или инвестиционные консультанты с объемом инвестиций в ценные бумаги неаффилированных лиц в объеме не менее 100 млн.долл. Специально для них в рамках НАСДАК была разработана торговая система ПОРТАЛ (PORTAL).

Закон о фондовых биржах 1934 г.

Основная цель закона - регулирование вторичного рынка ценных бумаг.

1.Регистрация "листинговых" ценных бумаг. Закон расширяет сферу действия принципа раскрытия информации. Каждая компания, чьи ценные бумаги котируются на бирже (имеют листинг), должна зарегистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам (КЦББ) и предоставлять ей годовые и иные отчеты, раскрывающие финансовую и другую необходимую для

¹ Compilation of Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce. Washington, 1993, p.27-29.

² Securities Regulation in the United States. Third Edition. NASD. Washington, 1996, p.23.

инвесторов информацию. Наиболее распространенные периодические отчеты - ежегодные Form 10-K (заверенные аудитором) и квартальные Form 10-Q (без аудиторского заключения). Форма 8-K применяется для извещения о значительных событиях в жизни корпорации.

В прошлом существовала проблема, заключающаяся в том, что компании готовили два годовых отчета: один формы 10-K для Комиссии, другой - годовой отчет для акционеров. И если первый полностью отвечал задаче раскрытия информации, то при составлении второго документа руководство могло и лукавить, представив более благоприятную картину, чем на самом деле. И хотя отчеты, направлявшиеся в Комиссию, были доступны всем желающим (см. ниже), ими пользовались в основном профессионалы, а не рядовые инвесторы. Комиссия настаивала, чтобы оба документа отражали одинаковый объем информации. Эта цель была достигнута в 80-е годы.

На практике, после того как биржа дает согласие на включение ценной бумаги в листинг, копия этого согласия отсылается в КЦББ. Одновременно компания предоставляет заявку в КЦББ (фактически это то же регистрационное заявление). Регистрация в КЦББ обычно считается состоявшейся через 30 дней после получения этих документов. Только тогда может начаться торговля данной ценной бумагой на бирже.

Аналогичные требования, согласно поправкам к закону, внесенным в 1964 г., предъявляются и к компаниям, чьи ценные бумаги обращаются во внебиржевом обороте, если активы таких компаний составляют 1 млн.долл., а число акционеров превышает 500, но меньше 750.

Представляемая информация аналогична той, что дается в регистрационном заявлении на эмиссию. Однако следует учитывать, что Законы 1933 и 1934 гг. - документы самостоятельные. Регистрация по одному закону не освобождает от регистрации по другому.

Вся предоставляемая в КЦББ информация общедоступна. С ней мог ознакомиться любой "человек с улицы" бесплатно, придя в справочный зал

КЦББ в Вашингтоне или в региональное управление. В 90-е годы была введена в строй система ЭДГАР - EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System), позволяющая направлять всю необходимую информацию в комиссию по телефонным каналам в электронной форме. К 1996 г. на электронную систему подачи информации перешли все эмитенты. ЭДГАР является общедоступной системой, в том числе через Интернет (выход через сайт КЦББ <http://www.sec.gov/>). К этой базе обращаются примерно 500 тыс. раз за день, скачивая примерно 2,5 млн. страниц информации.¹

2. Регулирование торговли с использованием инсайдерской информации.² Законодательство об инсайдерах содержит как бы два направления: первое касается вопросов раскрытия информации инсайдерами, второе - запрета использования необщедоступной информации в торговле ценными бумагами.

Закон относит к инсайдерам: членов совета директоров и руководителей подразделений эмитента, а также акционеров, имеющих более 10% акций. Все инсайдеры обязаны предоставлять отчеты по специальной форме в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

Требования по предоставлению информации инсайдерами касаются акций тех эмитентов, которые имеют листинг на фондовых биржах или торгуются на внебиржевом рынке при величине активов компании, превышающих 5 млн.долл. и количестве акционеров более 500. Требования, касающиеся запрета использования необщедоступной информации в личных целях, относятся ко всем ценным бумагам.

Закон запрещает торговлю на базе существенной (material) необщедоступной (non-public) информации или передачу другим лицам подобной информации (tipping). Т.е. ответственность несет лицо, сообщившее

¹ U.S. Securities and Exchange Commission (Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Markets) <http://www.sec.gov>

² На эту тему см. также Бубнов И. Борьба за чистоту фондового рынка в США // Рынок ценных бумаг. М., 1996, № 11.

информацию, лицо получившее информацию и совершившее сделку на основе этой информации, а также любое лицо, которое сознательно помогало совершать сделку на базе инсайдерской информации.

Санкции

Как отмечалось выше, в 80-е годы Конгресс США принял две поправки к Закону о фондовых биржах, ужесточившие наказание инсайдеров (Insider Trading Sanctions Act of 1984 и Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988). В результате в Законе о фондовых биржах появились два новых параграфа: 20А и 21А.

Согласно пар.21А если какое-либо лицо нарушает положения Закона 1934 г. об инсайдерской торговле или любое правило Комиссии, изданное во исполнение Закона, Комиссия вправе через суд требовать наложения штрафа (civil penalty), который в три раза может превышать полученную прибыль или убытки, которых удалось избежать путем противозаконной сделки.¹

"Прибыль" и "убыток" определяются как разница между ценой покупки или продажи ценной бумаги и ценой той же ценной бумаги спустя некоторое время после того, как информация, на основе которой совершалась сделка, стала общедоступной.

Комиссия может требовать уплаты штрафа не только лицом, совершившим правонарушение, но и лицом, которое его контролировало (controlling person). (В большинстве случаев это фирма, в которой нарушитель работает/л).

Штраф, налагаемый на "контролирующее лицо" не может превышать 1 млн.долл. и накладывается лишь в том случае, если такое лицо проявило полную безответственность в обеспечении режима, позволяющего вовремя предупреждать такие нарушения.

Согласно пар. 20А лицо, нарушающее положения Закона об инсайдерской торговле, несет материальную ответственность перед теми

¹ Compilation of Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce. Washington, 1993, p.179.

лицами, которые в период совершения им инсайдерских сделок осуществляли сделки купли-продажи ценных бумаг. Таким образом, фактическая величина возмещения может составить неограниченную сумму, определяемую величиной личного богатства нарушителя.¹

Вознаграждение информаторам

Пар. 21 А (е) Закона о фондовых биржах 1934 г. предоставляет КЦББ право выплачивать вознаграждение (bounty) лицам, сообщившим информацию, которая позволила вывести на "чистую воду" инсайдера, совершившего противозаконную сделку с ценными бумагами, лицо, предоставившее такую информацию инсайдеру или лицо, непосредственно контролировавшее инсайдера.

Информатор получает вознаграждение, которое выплачивается из штрафа, который накладывается на нарушителя по решению суда. Напомним, что максимальный размер штрафа может достигать до трехкратного размера полученной в результате противоправных действий прибыли или избежанных убытков. Вознаграждение может получить любое лицо, предоставившее соответствующую информацию, однако общий размер выплаченного вознаграждения не может превышать 10% суммы штрафа.

Конкретная величина вознаграждения устанавливается Комиссией. Решение о выплате вознаграждения принимается лишь после того, как соответствующий судебный орган вынес решение о выплате штрафа и деньги перечислены на соответствующий счет. Подача заявления о выплате вознаграждения производится в течение 180 дней после вынесения судебного решения.

Иск по нарушениям пар. 20А и 21А может быть подан не позже чем через 5 лет после нарушения, что значительно превышает сроки исковой давности по иным специальным гражданским правонарушениям.

¹ Например, общая величина исковых требований к Майклу Милкену - крупнейшему специалисту по "бросовым облигациям" (junk bonds) составила 4 млрд.долл. А заплатил он в виде штрафов примерно 400 млн. долл.

Поправка 1988 г. также увеличила уголовное наказание за нарушение Закона. Штраф для физических лиц был увеличен со 100 тыс.долл. до 1 млн.долл. и с 500 тыс. до 2,5 млн. долл. для юридических лиц. Максимальный срок тюремного заключения был повышен до 10 лет.

Раскрытие информации инсайдерами

Пар.16 п. (а) Закона о фондовых биржах требует, чтобы каждое лицо, которое напрямую или косвенным образом обладает более чем 10% акций, прошедших регистрацию в Комиссии на основании пар. 12 этого Закона, а также любой директор или руководитель компании ставили в известность Комиссию путем заполнения специального бланка (Form 3) об имеющихся у него ценных бумагах компании, не позже чем через 10 дней после обретения этого статуса, а также не позже 10 дней по окончании каждого месяца, в течение которого он/она покупает или продает какие-либо долевые ценные бумаги данной компании (Form 4, Form 5).

Информация о сделках инсайдеров, регистрируемая в Комиссии, подлежит раскрытию публике (made public) (доступна для всех желающих с ней ознакомиться). Комиссия публикует сводную статистику операций инсайдеров. С точки зрения специалистов по техническому анализу она является важным индикатором, за которым необходимо вести наблюдение.

Пар.16 п.(b) предоставляет компании право взыскать в свою пользу всю прибыль, полученную инсайдером при торговле ее акциями (или производными от них инструментами), если прибыль получена в результате операций купли-продажи или продажи-купли за период менее шести месяцев. Правда, по свидетельству американских юристов, эта норма используется очень редко.¹

Раздел 16 (с) запрещает инсайдерам совершать продажи без покрытия (short sales). При нарушении данного запрета вся выручка должна быть возвращена компании.

¹ Это требование не распространяется на сделки на сумму менее 3 тыс.долл.

Многие публичные компании в США вносят в свои правила требования, согласно которым любой ответственный сотрудник компании обязан испросить предварительное разрешение у высшего исполнительного органа компании на совершение сделки с ценными бумагами своей компании.

3. Регулирование процедуры голосования по доверенности (proxy voting). Руководители листинговых компаний обязаны при выпуске прокси (бюллетеней на голосование) давать всю необходимую информацию, отражающую финансовое состояние компании и результаты ее деятельности, в т.ч. обязательно вознаграждение управляющих и директоров компании. Комиссия сформулировала на основе закона ряд "правил по организации прокси" (proxy solicitation), направленных на раскрытие информации, касающихся повестки дня собрания и голосования. Предусматривается также, что прокси должна предоставлять акционеру свободу голосования за или против разных предложений и не может обязывать его действовать на основе принципа "все или ничего". Правила выпуска прокси также дают право отдельным акционерам или группам акционеров включать в прокси, выпускаемые правлением корпорации, любые вопросы, которые они считают необходимым вынести на суд акционеров. Правила дают возможность организовать выпуск прокси самостоятельно отдельными группами акционеров, включая выпуск прокси для избрания в совет директоров собственных кандидатов.

4. Регистрация фондовых бирж и брокеров-дилеров. Закон предусматривает регистрацию в КЦББ фондовых бирж, брокеров и дилеров, работающих на биржевом и внебиржевом рынке.

Закон требует обязательной регистрации в КЦББ всех лиц, занимающихся торговлей ценными бумагами, кроме тех, которые торгуют только коммерческими бумагами, банковскими акцептами, векселями или ведут операции только в пределах одного штата. Кроме КЦББ,

предусматривается регистрация в контролирующем органе соответствующего штата, где брокер/дилер совершает операции.

Закон Мэлони 1938 г., внесший дополнения в Закон о фондовых биржах, предусматривал создание саморегулируемых ассоциаций дилеров внебиржевого рынка. Такая организация была образована - Национальная ассоциация фондовых дилеров (НАСД). Брокеры и дилеры для получения права совершать сделки с ценными бумагами (при торговле между штатами) обязаны зарегистрироваться в НАСД. В конце 1997 г. членами НАСД являлось более 5600 брокерско-дилерских фирм.

КЦББ имеет право отказать в выдаче лицензии на выполнение брокерско-дилерских операций, если после проведенного ею расследования будет установлен факт обмана или иного злоупотребления. КЦББ может на тех же основаниях исключить ту или иную фирму из членов НАСД или фондовой биржи.

Закон устанавливает требования к минимальному размеру собственного капитала брокерско-дилерских фирм (с 1994 г. 250 тыс. долл.).

5. Контроль за торговой деятельностью. Согласно Закону, КЦББ осуществляет контроль за методами торговли ценными бумагами на биржах и во внебиржевом обороте. Ее правила содержат, например, ограничения на продажи без покрытия (short selling).

Любое лицо, приобретающее свыше 5% акций корпорации, обязано в течение 10 дней предоставить КЦББ информацию о сделке.

Важнейшие положения касаются вопросов манипулирования ценами. Закон ставит под очень жесткий контроль манипулирование ценами на фондовом рынке (фактически запрещает все его формы).

Манипулирование представляет собой искусственный контроль над ценами; оно состоит в попытке заставить инвесторов покупать ценные бумаги по курсу выше или ниже того, который был бы в том случае, если бы он формировался под воздействием рыночных сил спроса и предложения.

Манипулятор надеется получить прибыль или избежать убытков путем формирования искусственных цен в ущерб прочим инвесторам. Некоторые формы манипулирования являются законными и в настоящее время.

Манипулирование довольно трудно классифицировать, поскольку существует слишком много его форм и методов воздействия на цены. Три основных разновидности манипулирования: фиктивные продажи, корнеры, пулы (wash sales, corners, pools). Все они Законом 1934 г. запрещены.

Законом предусмотрено наказание за нарушение этих положений в виде штрафа до 1 млн. долл. и тюремного заключения до 10 лет (для физических лиц) и в виде штрафа в 2,5 млн. долл. для юридических лиц.¹

6. Регулирование покупки ценных бумаг с помощью заемных средств (маржевые сделки). Законом установлено право Совета управляющих Федеральной резервной системы (ФРС) устанавливать величину маржевого требования,² регулирующего максимальный размер кредита, который банки и брокеры могут предоставлять при покупке листинговых ценных бумаг. На протяжении многих лет норма маржевого покрытия в США при покупке акций составляет 50% (в 30-40-е годы она доходила до 100%, т.е. сделки в кредит были запрещены). ФРС также принимает решение о том, какие ценные бумаги могут покупаться с помощью заемных средств. На КЦББ возложена обязанность следить за выполнением брокерами и дилерами правил ФРС.

7. Претворение закона в жизнь (enforcement). КЦББ предоставлено право брать под присягой свидетельские показания, забирать бухгалтерские и иные документы с целью расследования возможных нарушений законов и ходатайствовать о возбуждении дел в судах против нарушителей законов и правил Комиссии. Закон также предусматривает уголовное преследование за преднамеренные нарушения с помощью Министерства юстиции.

¹ Compilation of Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce. Washington, 1993, p.203.

² Маржа (margin) в данном случае – доля собственных средств покупателя ценных бумаг.

Законом предусматриваются конкретные санкции за его нарушение. Наиболее суровое наказание накладывается за нарушение антиинсайдерских и антиманипуляторских положений Закона (см. выше). За другие нарушения размер штрафа - от 5 до 100 тыс. долл. для физических лиц и от 50 до 500 тыс. долл. для юридических лиц.¹

6.2.3 Комиссия по ценным бумагам и биржам

Итак, как отмечалось выше, претворением законов о ценных бумагах в жизнь занимается Комиссия по ценным бумагам и биржам.

Комиссия состоит из пяти членов, из которых не более трех могут являться членами одной партии. Они назначаются Президентом (с согласия Сената) на пять лет. Ежегодно истекает срок полномочий одного члена. Председатель (один из этих пяти членов) назначается Президентом (без согласия Сената) .

Контроль над комиссией возложен на Комитет по энергетике и торговле (Committee on Energy and Commerce) палаты представителей и Комитет по банкам и финансам (Committee on Banking and Finance) Сената. Соответствующие подкомитеты, осуществляющие надзор над КЦББ, это Подкомитет по средствам связи и финансам в палате представителей и Подкомитет по ценным бумагам в Сенате.

Контроль Комиссии распространяется на:

8 фондовых бирж (включая Чикагскую биржу опционов)

НАСД

Совет по муниципальным ценным бумагам (MSRB)

8500 зарегистрированных брокеров-дилеров

5350 инвестиционных компаний

8000 инвестиционных консультантов

15 клиринговых организаций

¹ Compilation of Securities Laws within the Jurisdiction of the Committee on Energy and Commerce. Washington, 1993, p. 181.

748 трансфер-агентов

15 зарегистрированных холдинговых энергетических компаний.¹

Структурно Комиссия состоит из 11 функциональных управлений (divisions), 6 отделов (offices) и 9 региональных управлений (Атланта, Бостон, Чикаго, Денвер, Форт Уорт, Лос-Анджелес, Нью Йорк, Сиэтл, Филадельфия). Общее количество служащих, включая обслуживающий персонал, превышает 3000 человек (1998 г.). Свыше 60% специалистов - юристы.

Наиболее крупными подразделениями Комиссии выступают Управление корпоративных финансов, Управление по регулированию рынка и Управление по надзору за законодательством (Division of Enforcement).

Управление корпоративных финансов рассматривает отчеты и документы, предоставляемые компаниями. Основная его задача - поддержание стандартов раскрытия информации.

Ежегодно Комиссия получает и обрабатывает более 12 млн. страниц документов от 28 тысяч эмитентов, организаторов торговли, брокеров-дилеров и инвестиционных консультантов (через систему ЭДГАР).²

Объем информации, поступающей в КЦББ, настолько возрос за последние 20 лет, что даже при наличии ЭВМ всю ее обработать невозможно. Если в середине 70-х годов Управление корпоративных финансов изучало практически все отчеты формы 13D о покупке крупных пакетов акций, примерно половину квартальных отчетов формы 10-Q и 2/3 годовых формы 10-K, то к концу 80-х эти цифры сократились, соответственно до 1%, 5% и 20%.³

Даже регистрационные заявления в настоящее время рассматриваются выборочно. При этом, однако, Комиссия старается полностью охватить первые публичные выпуски (initial public offerings).

¹ GPRA Strategic Plan. US SEC, September 1997, www.sec.gov.

² Ibid.

³ Skousen K.F. An Introduction to the SEC. Cincinnati, 1991, p.41.

Управление по регулированию рынка занимается вопросами проверки фондовых бирж и инвестиционных институтов. Работает в тесном контакте с региональными управлениями.

Управление по надзору за законодательством - самое грозное подразделение - определяет степень тяжести правонарушения для возбуждения судебного расследования, и представляет соответствующие материалы в суд.

Комиссия является бюджетной организацией. Объем финансирования из средств федерального бюджета составил 297 млн.долл. в 1996 ф.г. В то же время сборы за регистрацию проспектов эмиссии (0,02% объема эмиссии), отчисления от сделок с ценными бумагами на биржах (0,03% от оборота, платится биржей), отчисления от сделок с ценными бумагами на внебиржевом рынке (0,03% от объема продаж акций, платится брокером) и др. составили 774 млн.долл. Т.е. реально Комиссия приносит в бюджет прибыль, в полтора раза превышающую затраты на нее. 75% всех поступлений (1996 г.) - плата за регистрацию.¹

Штрафы, налагаемые судами по представлению Комиссии, и составлявшие в последнее время примерно 200-250 млн.долл. в год, направляются в федеральный бюджет США.

Процедура воздействия на нарушителей законодательства

Комиссия может приостановить торговлю той или иной ценной бумагой на срок до 10 дней (фактически больше) и закрыть биржу на срок до 90 дней. Комиссия может снять с листинга любую ценную бумагу. Брокеры-дилеры или консультанты могут быть лишены права работы на рынке (временно или навсегда).

КЦББ наделена полномочиями требовать дачи свидетельских показаний (subpoena witnesses), брать эти показания под присягой (administer oaths), требовать предоставления всей отчетности на территории США.

¹ GPRA Strategic Plan. US SEC, September 1997, <http://www.sec.gov>.

Обычно, когда какая-то информация попадает в поле зрения Комиссии, она проводит неформальное расследование, неформально опрашивая свидетелей (без присяги). Если это расследование указывает на то, что нарушение имеет место, сотрудники Комиссии запрашивают у членов Комиссии формального приказа (ордера) о начале расследования и назначения конкретных сотрудников, ответственных за прием показаний под присягой и сбор улик.

Проведение расследований Комиссии производится по правилам прокурорского расследования.

Расследование Комиссии служит прелюдией к дальнейшим юридическим действиям.

Если Комиссия в результате расследования установит нарушение законодательства, она имеет право наложить административное взыскание. Административное наказание может быть наложено только на лицо или фирму, зарегистрированное в Комиссии (брокер-дилер, инвестиционный консультант, инвестиционная компания и пр.) или в отношении эмитента, зарегистрировавшего свои ценные бумаги в Комиссии. В распоряжении Комиссии: вынесение публичного порицания, ограничение деятельности или лишение лицензии.

До 1964 г. Комиссия не имела средств воздействия на служащих брокерско-дилерских фирм, которые были замешаны в противозаконных действиях с ценными бумагами. Поправки 1964 г. предоставили Комиссии полномочия налагать запрет на деятельность конкретных специалистов в индустрии ценных бумаг (своеобразная выдача "волчьего билета").

В 1990 г. Конгресс предоставил Комиссии полномочия налагать штрафы на сумму до 500000 долл. и / или взыскивать полученные противозаконным образом прибыли, а также выписывать ордера на запрещение противоправной деятельности (cease and desist orders) в отношении лиц, нарушающих законы о ценных бумагах, даже если они не зарегистрированы в Комиссии.

Достаточно распространенной практикой является предложение со стороны ответчика (offers of settlement) понести санкции без длительной процедуры слушаний, которые могут нанести ущерб его репутации. Но при этом Комиссия настаивает на том, чтобы ответчик дал согласие на то, что Комиссия может обнародовать результаты своего расследования по нарушению им законодательства.

Любое лицо, несогласное с решением Комиссии в рамках административного расследования, может подать апелляцию в Апелляционный суд округа Колумбия или соответствующий суд, где он проживает.

Кроме возможности применить административные меры против лиц и фирм, которые зарегистрированы в Комиссии, последняя вправе также передать дело в федеральный окружной суд (federal district court) по любому юридическому или физическому лицу (injunctive actions). Дела об инсайдерах обычно всегда рассматриваются именно в судах.

Преднамеренное нарушение законов о ценных бумагах или правил Комиссии является уголовным преступлением и наказывается штрафом и тюремным заключением. Комиссия передает в этом случае собранные ею материалы в министерство юстиции, которое принимает решение о дальнейших действиях и осуществляет их.

Американские суды повсеместно отвергают аргументы ответчиков, что законы о ценных бумагах слишком расплывчаты и принимают сторону Комиссии. Очень редко решения суда расходятся с выводами Комиссии.

Наиболее распространенное нарушение инсайдерского законодательства в США, которое попадает в поле зрения Комиссии по ценным бумагам и биржам - покупка инсайдерами акций компании, в отношении которой объявлено тендерное предложение (tender offer). После публичного объявления о поглощении курс акций поглощаемой компании возрастает, что означает

выигрыш для тех, кто приобрел эти акции до объявления о намечаемых корпоративных действиях.

Комиссия по ценным бумагам традиционно считается очень влиятельным и эффективным федеральным органом и имеет репутацию защитника законодательства, способного привлечь к ответу "сильных мира сего". Это учреждение пользуется популярностью как среди законодателей различной политической ориентации, так и среди населения. Когда комиссия расследует деятельность очередного "инсайдера", вроде Ивана Бойски, и демократы, и республиканцы стремятся приобщиться к кампании по защите рядового инвестора.

Вместе с тем, в США немало и критиков сложившейся системы регулирования, которую олицетворяет КЦББ. Их основной аргумент заключается в ее чрезмерной дороговизне для участников рынка, в первую очередь для эмитентов. По некоторым оценкам, для выполнения всех требований Комиссии по раскрытию информации, американским корпорациям в начале 90-х годов приходилось тратить как минимум 1-1,5 млрд.долл. в год. Любопытно, что среди критиков сложившейся системы немало бывших сотрудников КЦББ.¹

Тем не менее факт остается фактом: после 1933 г. ни один биржевой кризис не сопровождался столь тяжелыми последствиями для национальной экономики, как кризис 1929 г., ушли в прошлое случаи создания финансовых пирамид (по крайней мере на "официальном", контролируемом КЦББ рынке), намного тяжелее, а часто просто и невозможно стало манипулировать ценами.

Комиссия охотно делится опытом организации работы по регулированию рынка ценных бумаг. При ней действует т.наз.

¹ В 1996 г. в Австралии проводилась оценка стоимости регулирования финансового сектора в различных странах. В 1995 г. стоимость поддержания регулятивной инфраструктуры составила, в 1/100 базисного пункта от общей величины финансовых активов: США 99, Канада 98, Австралия 79, Франция 51, Великобритания 40, Гонконг 40. При этом общие затраты для участников рынка на соблюдение всех норм (комплаенс) были равны, в 1/100 базисного пункта от общей величины финансовых активов: США 1047, Австралия 757, Франция 412, Канада 383, Великобритания 275 (Цит. по Financial Services Authority: A new regulator for the new millennium. FSA, L., 2000, p.34, <http://www.fsa.gov.uk>)

Международный Институт КЦББ развития фондовых рынков (SEC International Institute for Securities Market Development), который ежегодно проводит двухнедельные курсы для представителей стран с формирующимися рынками. В работе семинара, финансируемого из бюджета США, принимают участие представители 50-60 стран, в т.ч. из России.

6.2.4 Роль НАСД и фондовых бирж как регуляторов рынка

Как уже отмечалось, регулирование рынка ценных бумаг в США осуществляется также на уровне саморегулируемых организаций, на которые тоже возложена обязанность контроля за исполнением законов о ценных бумагах. Во многих случаях контроль саморегулируемых организаций оказывается более жестким и эффективным, чем контроль государственных органов. Нарушение правил, установленных саморегулируемыми организациями, чревато для нарушителя большими неприятностями, в т.ч. порой лишением членства, что на деле означает запрет на работу с ценными бумагами.

Конгресс рассматривает фондовые биржи как квази-правительственные учреждения. Действительно, на одной НФБ примерно 500 человек, занимающихся регулированием, из них только мониторингом торговой деятельности членом занимаются около 100 человек (Division of Market Surveillance).

Крупнейшей саморегулируемой организацией США является Национальная ассоциация фондовых дилеров - НАСД. Любой брокер/дилер, намеревающийся совершать сделки с клиентами, обязан стать членом НАСД. Исключение сделано лишь для тех лиц, которые непосредственно не вступают в контакт с клиентами (публикой). Это специалисты (specialists) на фондовых биржах и брокеры торгового зала (exchange floor brokers). Членами НАСД в 1997 г. были 5600 фирм, имевших 63000 отделений и 556 тыс.

сертифицированных (имеющих специальный аттестат НАСД) сотрудников (без учета технического персонала).¹

350 членов НАСД являются членами Нью-Йоркской фондовой биржи (точнее ассоциированными членами, поскольку формально членами НФБ являются физические лица, большая часть которых, однако, - сотрудники брокерско-дилерских фирм).

Саморегулируемые организации требуют от своих членов предоставления ежемесячной финансовой отчетности, проводят проверки деятельности фирм (в НАСД до 14 тыс. в год), занимаются аттестацией специалистов фирм - членов.

НАСД разработала несколько видов экзаменов, основным из которых является так называемый экзамен "Серия 7" (Series 7 General Registered Representative Examination). Руководители сдают, кроме того, специальные экзамены. В 90-е годы НАСД аттестовал ежегодно от 200 до 270 тыс. человек в год. Сотрудники, работающие на фондовых биржах, сдают аттестационный экзамен на соответствующей бирже.

НАСД не допускает к аттестации лиц, имевших судимость за мошенничество. При регистрации сотрудника в НАСД у него берут отпечатки пальцев и сверяют их по картотеке ФБР.

НАСД ведет компьютерную базу данных о всех своих членах и специалистах, которые предоставляются бесплатно всем желающим.

Все фондовые биржи и НАСД создали электронные системы контроля за рынком (такого рода системы получили название Stock Watch), цель которых состоит в выявлении аномальной активности на рынке, которая может быть связана с манипулированием или торговлей с использованием инсайдерской информации. Получив сигнал о подозрительной сделке, органы контроля могут приостановить на время торговлю данной бумагой до выяснения

¹ NASD 1997. Washington, 1998, p.2.

обстоятельств, повлекших резкое изменение цен или объема торговли. В торговой системе НАСД ее Stock Watch выдает от 5000 до 8000 сигналов в год.

К нарушителям законодательства и правил СРО применяются меры воздействия, заключающиеся в наложении штрафов, исключении из членов организации или приостановке членства, отзыв аттестата для специалиста или приостановка его действия.

Все дисциплинарные санкции, налагаемые СРО, доводятся до сведения КЦББ и могут дополнительно рассматриваться либо по желанию Комиссии, либо по заявлению одной из сторон.¹

В целом все СРО в вопросе контроля за законодательством по ценным бумагам выступают единым фронтом.²

О том, как саморегулируемые организации следят за соблюдением стандартов ведения бизнеса, говорят сами за себя следующие цифры.

В 90-е годы НАСД осуществляла в среднем ежегодно проверку свыше 3000 отделений компаний по ценным бумагам. Рассматривала от 4000 до 5000 жалоб инвесторов. Исключала от 7 до 62 фирм из членов организации и лишала аттестата от 350 до 490 специалистов брокерско-дилерских фирм. В 1996 г. НАСД взыскала штрафов на сумму 73 млн. долл.¹

6.2.5 Особенности банковского регулирования

¹ При изучении дайджеста основных событий Комиссии по ценным бумагам и биржам США за 1997 г., нам попался случай, когда один член Нью-Йоркской фондовой биржи подал апелляцию в Комиссию. Суть дела состояла в том, что НФБ отстранила его на два месяца от торговли за то, что он не проявил достаточной бдительности при совершении сделок для своего клиента, действовавшего с использованием инсайдерской информации. Последний на протяжении многих лет добывал журнал "Бизнес Уик" раньше, чем он попадал к читателям (т.е. до того, как информация становилась равнодоступной) и совершал операции на НФБ через этого брокера пользуясь аналитическими материалами журнала. Комиссия подтвердила правильность решения.

² В руководстве Нью-Йоркской фондовой биржи для листинговых компаний (New York Stock Exchange Listed Company Manual) содержатся рекомендации того, как и когда инсайдерам компаний, имеющих листинг на фондовой бирже, следует совершать сделки с ценными бумагами своих компаний, чтобы полностью исключить обвинения в совершении противозаконных сделок. Например, руководство рекомендует совершать сделки только в условиях стабильного рынка для акций данной компании, после публикации квартальной, годовой и пр. отчетности; если ожидаются какие-то важные события в жизни корпорации, надлежит воздерживаться от сделок и т.п.

В связи с особенностями развития финансовой системы США, как уже отмечалось в предыдущем параграфе и главе 2, банки (банковские учреждения) непосредственно не занимаются андеррайтингом корпоративных ценных бумаг, не приобретают корпоративные ценные бумаги в свои портфели и не предоставляют брокерские (комиссионные) услуги инвесторам по их приобретению. Тем не менее, американские банки всегда являлись активными участниками рынка государственных долговых обязательств. Кроме того, трастовые департаменты американских банков всегда работали и с корпоративными бумагами (через брокерские фирмы). Кроме того, американские банки выступали активными участниками рынка корпоративных бумаг за пределами США. А на самом исходе XX в. действовавший на протяжении почти 70 лет законодательный запрет на учреждение банками компаний по ценным бумагам или создание финансовых холдингов, в рамках которых действуют небанковские финансовые учреждения, был отменен. Так что в XXI в. финансовая система США вступает в совершенно новых для нее условиях. Поэтому характеристика системы регулирования рынка ценных бумаг в США была бы неполной без рассмотрения, хотя бы в сжатой форме, банковской системы регулирования.

До 60-х годов прошлого века регулирование банков находилось исключительно в ведении штатов, которые устанавливали определенные стандарты для своих банковских учреждений. Единого федерального органа не существовало. При этом штаты, как правило, в борьбе за привлечение капиталов стремились установить наиболее льготные условия для учреждения банков.

В 1863 г. на основании Национального Банковского акта 1863 г. (National Banking Act) было образовано Управление контролера денежного обращения Office of the Comptroller of the Currency, в сферу компетенции которого попал ряд банков (nationally chartered banks).

¹ Securities Regulation in the United States. Third Edition. NASD. Washington, 1997, p.41,64.

Национальный банковский акт 1863 г. был принят с целью создания круга институциональных покупателей государственных ценных бумаг, выпускавшихся для финансирования Гражданской войны. Согласно этому акту, банки с национальной лицензией *nationally chartered banks* получали право выпускать банкноты под обеспечение казначейских облигаций (*treasury bonds*). Одновременно актом вводился налог на выпуск банкнот банками штатов (*state banks*). В результате в течение нескольких лет более 1000 банков изменили свои уставы таким образом, чтобы считаться банками с национальной лицензией - *nationally chartered*. Для национальных банков устанавливались единые резервные требования, вводился запрет на торговлю акциями, а также запрет на открытие отделений национальных банков в других штатах.

В момент принятия последнее не имело особого значения, поскольку в большинстве штатов существовало то же ограничение. Однако к 1900 г. это правило действительно стало играть запретительный характер, поскольку отдельные штаты начали разрешать открытие новых отделений.

К началу Первой мировой войны в США насчитывалось примерно 25000 коммерческих банков, 6000 ссудо-сберегательных ассоциаций и 600 взаимно-сберегательных банков.

Около 250 инвестиционных банков (крупных брокерско-дилерских компаний), организованных в форме товариществ и сосредоточенных в Нью-Йорке, Бостоне и Филадельфии, полностью доминировали на рынке корпоративных бумаг. Наиболее известные из них - дома Моргана, Киддер Пибоди, Кун Леб и Халси Стюарт - сколотили состояние во второй половине XIX в. на акциях железнодорожных компаний и компаний городской инфраструктуры.

К 1900 г. примерно 300 трастовых компаний (наиболее известные *Guaranty, Bankers Trust*) выполняли одновременно функции коммерческих и

инвестиционных банков, страховых компаний и риэлтеров. На них приходилось 1 млрд. долл. депозитов - столько же, сколько на банки штатов.¹

В 1902 г. Контролер денежного обращения выразил озабоченность все возрастающим участием национальных банков в торговле ценными бумагами. Были введены ограничения на максимально допустимый размер вложений в корпоративные облигации. В 1912 г. специальная комиссия Конгресса комитета по банкам под руководством Паджо (Pujo) рекомендовала запретить банкам совершать операции с ценными бумагами.

В 1913 г. была создана Федеральная резервная система в виде 12 региональных резервных банков и правления (Совет управляющих) в Вашингтоне - центральный банк США.

Первая мировая война ускорила развитие финансового сектора. Количество коммерческих банков росло вплоть до 1922 г., затем начало сокращаться из-за слияний и банкротств. Численность ссудо-сберегательных ассоциаций превысила 12000, трастовых компаний - 1500, компаний страхования жизни - 400.²

За 1913-1930 гг. рост активов депозитных учреждений составил 300%, а компаний страхования жизни - еще больше.

В начале века коммерческие банки стали создавать дочерние компании по ценным бумагам. First National Bank of New York - в 1908 г., а в 1922 г. таких банков было уже 62.

Еще в 20-е годы представители Контролера денежного обращения выступали с предупреждением о рискованности этой практики, однако никакой реакции не последовало. Принятый в 20-е годы Акт Мак-Фэддена подтвердил законность создания банковских дочерних компаний по ценным бумагам, несмотря на рьяное противодействие со стороны сенатора Картера Гласса. И уже к 1931 г. 285 национальных банка и еще большее количество

¹ Wall Street and Regulation. Ed. by S.L.Hayes III. Boston, 1987, p.10.

² Wall Street and Regulation. Ed. by S.L.Hayes III. Boston, 1987, p.11.

банков штатов так или иначе занимались инвестиционным банковским делом через дочерние компании.

Как уже отмечалось выше, Великая депрессия 1929-33 гг. нанесла страшный удар по финансовой системе Америки. Пятидесятипроцентный спад промышленного производства и тридцатипроцентная безработица подорвали веру в свободный рынок. Сотни тысяч американцев лишились своих сбережений, обанкротилось по разным данным от 8 до 11 тыс. банков. Для предотвращения полного краха президент Рузвельт пошел на беспрецедентный в истории США шаг: 6 марта 1933 г. все банки были закрыты на неделю.

Реформы, проведенные администрацией Ф.Д.Рузвельта в банковской сфере, базировались в основном на одном нормативном документе - уже неоднократно упоминавшемся нами Банковском акте 1933 г. (Закон Гласса-Стигала). Идея реформы банковской системы США уже несколько лет к тому моменту проталкивалась председателем подкомитета по реформе банков Банковского комитета Сената Картером Глассом. Последний, кстати, был одним из авторов Федерального резервного акта 1913 г.

Теоретической основой воззрений К.Гласса стали в основном идеи профессора Колумбийского университета (Нью-Йорк) Паркера Уиллиса (Parker Willis), утверждавшего, что основная функция коммерческих банков - краткосрочное кредитование.

Банковским актом 1933 г., как уже отмечалось, проводилась “китайская стена” между расчетно-кредитными” и инвестиционными операциями. Кроме того, законом вводилась система страхования депозитов, ФРС получила право регулировать уровень ставок по депозитам. Так, Акт предусматривал запрет на выплату процентов по текущим вкладам и давал право ФРС регулировать ставку по срочным депозитам (впоследствии названное regulation Q).

Помимо Контролера денежного обращения и Федеральной резервной системы функции регулирования банковской системы выполняют также Федеральная корпорация страхования депозитов ФКСД Federal Deposit

Insurance Corporation (1933 г.), специальные федеральные органы по ссудо-сберегательным ассоциациям (Federal Savings and Loan Insurance Corporation) и кредитным союзам (National Credit Union Administration). В каждом из 50 штатов действует специальная банковская комиссия.

Регулирование осуществляется по трем направлениям: экономика, безопасность, информация.

Экономическое регулирование затрагивает режим установления процентных ставок, контроль над прибылями и режим поддержания определенных банковских нормативов.

Процентные ставки. С середины 30-х по середину 80-х годов ФРС поддерживала режим ограничения уровня процентных ставок по депозитам (Regulation Q). С 1973 г. ФРС стала постепенно ослаблять Regulation Q, поскольку банки оказались в крайне невыгодном положении по сравнению с другими финансовыми учреждениями, на которые ограничения ФРС не распространялись. Окончательное решение об отмене в течение 6 лет Regulation Q было принято в 1980 г. В настоящее время остался запрет на выплату процентов по чековым депозитам.

Правительства отдельных штатов время от времени вводили и вводят ограничения на максимальный уровень процентных ставок по некоторым видам кредитов .

Допуск в отрасль. Ограничения существуют как на уровне штатов, так и федеральном уровне. Учреждение нового банка требует разрешения (charter), которое может быть предоставлено либо Контролером денежного обращения (в этом случае банк считается национальным national bank), либо регулятивным органом штата (в этом случае банк считается банком штата state bank). Соответственно, банки штатов подотчетны Федеральной резервной системе, национальные банки - Контролеру денежного обращения. Вне зависимости от подчиненности, банк должен быть застрахован в ФКСД.

Законодательство штата регулирует вопросы, связанные с открытием банковских отделений. В некоторых штатах могут существовать ограничения, в других нет. Общая тенденция заключается в уменьшении этих ограничений. (В прошлом в некоторых штатах запрещалось открывать отделения даже вне пределов того или иного населенного пункта).

Вплоть до 90-х годов действовал запрет на открытие **отделений** банка в других штатах. Ограничения на открытие новых отделений - отголосок популистской политики прошлого века в отношении банков: “поскольку они являются поставщиками жизненно важных финансовых ресурсов, они должны оставаться небольшими и ориентированными на обслуживание местных жителей”.¹ Эти соображения поддерживались многими банкирами, которые тем самым защищали себя от вторжения чужаков на свою территорию.

Лишь с начала 90-х годов этот запрет был сначала смягчен путем разрешения на открытие дочерних банков и отменен в большинстве штатов в 1994 г. принятием специального закона (Riegle-Niel Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994).²

Требования безопасности касаются структуры активов и пассивов, минимального уровня собственного капитала. В 90-е годы наряду с дерегулированием финансовой системы были ужесточены нормы по предоставлению информации и нормативы, направленные на обеспечение надежности банков. Последнее связано с принятием федеральными регулятивными органами норматива Банка международных расчетов в Базеле по доле собственного капитала в активах (8%) и кризисом системы ссудо-сберегательных ассоциаций в конце 80-х - начале 90-х годов. Более тысячи

¹ International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L., 1994, p.25.

² При этом, однако, Закон ограничивает долю одного банка, образованного в результате слияний и поглощений, в общем объеме застрахованных депозитов в одном штате 30%, в США - 10%. Слияние BankAmerica-NationsBank увеличило долю нового банка до 8%, что ограничивает дальнейший рост по этому пути. Однако запрет не касается роста за собственный счет (Mishkin F.S., Strahan P.E. What Will Technology Do to Financial Structure. NBER Working Paper 6892. Cambridge, Mas., January, 1999, p.19).

этих учреждений потерпели банкротство. Государству пришлось возмещать убытки на сумму 150-200 млрд.долл.¹

На поддержание безопасности направлена и система страхования депозитов. Частный вкладчик в США в случае банкротства банка, застрахованного в Федеральной корпорации страхования депозитов (а это практически все банки) имеет государственную гарантию на возврат своего вклада полностью в пределах 100 тыс. долл. (количество вкладов не ограничено).

Повседневный контроль за соблюдением требований осуществляют специальные контролеры (examiners), осуществляющие проверки на местах (on-site audits) и ревизоры (supervisors), анализирующие информацию, предоставленную контролерами и отчетность банков.

Регулирование вопросов предоставления информации. Законодательство регламентирует объем информации, которую банки обязаны предоставлять клиентам относительно условий предлагаемых услуг.

Как отмечалось во второй главе, в ноябре 1999 г. в США был принят новый банковский закон, отменивший основные положения Банковского акта 1933 г. (Закона Гласса-Стигалла).² Новый закон - Закон о финансовой модернизации или Закон Грэмма – Лич – Блайли – фактически открывает путь для формирования в США колоссальных финансовых холдинговых компаний, которые смогут предоставлять практически все виды финансовых услуг.

В этой связи у банковских регуляторов США появляются новые задачи. Если в рамках финансовой холдинговой компании банки, компании по ценным бумагам и страховые компании регулируются соответствующим регулятором (ФРС, Контролером денежного обращения, Комиссией по ценным бумагам и страховыми регулятивными органами штатов), то в отношении всего холдинга действует принцип главного регулятора (umbrella regulator), в роли которого будет выступать банковский регулятор.

¹International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L.,1994, p.21-22.

² Вступил в силу в марте 2000 г.

6.3 Системы регулирования фондового рынка в странах ЕС

Римский договор 1957 г. предусматривал свободное перемещение в странах - членах ЕЭС товаров, рабочей силы и капитала, при этом первоначальной целью стало создание таможенного союза. Эта цель была достигнута к концу 60-х годов. В 1979 г. была создана Европейская валютная система, призванная уменьшить колебания курсов валют стран ЕС. Однако в целом после успехов первого десятилетия интеграционные процессы в ЕС замедлились и через 20 лет после подписания Римского договора Сообщество оставалось далеко от конечной цели: создания единого рынка товаров и услуг.¹

В 1985 г. Комиссия ЕС подготовила и опубликовала специальный доклад (Completing the Internal Market), который предусматривал примерно 300 различных законодательных изменений, которые должны были упразднить препятствия для создания единого рынка.

Доклад лег в основу Единого европейского акта, принятого в 1986 г. и явившегося поправкой к Римскому договору. К 1987 г. он был ратифицирован парламентами всех стран ЕС. По сути данный документ реально означал конкретные меры по объединению рынков капиталов стран – участниц.

По сравнению с американским или японским фондовый рынок Европы был раздробленным (фрагментированным). Причины связаны с отсутствием общего языка, валюты, правовой системы, принципов бухгалтерского учета. Системы регулирования значительно отличались друг от друга и заметно уступали системе регулирования США в том, что касалось защиты интересов инвесторов и соблюдения честных правил на рынке. Все эти факторы препятствовали развитию единого фондового пространства в Европе.

¹ О валютно-финансовых проблемах ЕС см. работы Т.Д. Валовой, Е.С. Хесина, В.Г. Шемятенкова, Ю.В. Шишкова (см. список литературы).

Изменения в национальном законодательстве, осуществленные в странах ЕС в 80-е и 90-е годы в развитие Единого европейского акта, заметно сблизили многие положения, подогнав их в какой-то мере под уровень США.

В отношении финансового рынка основная проблема состояла в том, создавать ли центральный орган регулирования или оставить регулирование в руках национальных органов стран-участниц. Европейская комиссия в итоге приняла решение о введении так называемой единой европейской лицензии для финансовых учреждений, контроле со стороны национальных органов, открытии границ и минимально необходимом уровне гармонизации законодательства. Маастрихтский договор 1991 г., предусматривавший создание единого центрального банка и единой валюты, тем не менее также исходит из принципа децентрализации регулирования и контроля.

За основу был взят следующий принцип: пусть остается национальное законодательство, но при этом иностранные субъекты должны иметь на национальном рынке такие же права, как и местные субъекты.

Впервые этот принцип был использован во Второй банковской директиве (Second Banking Coordination Directive), принятой в ноябре 1989 г. и введенной с 1 января 1993 г.

Принципы банковского регулирования в ЕС могут быть изложены следующим образом: единая банковская лицензия и контроль со стороны органов страны происхождения банка. Все кредитные учреждения, получившие лицензию в одной из стран ЕС, могут открывать банковские отделения и предоставлять услуги во всех остальных странах ЕС без специального разрешения.

В ЕС принята модель универсального банка.¹ Она предполагает возможность совершения банками инвестиционных операций (торговлю

¹ К банковским услугам, согласно Второй банковской директиве, отнесены:

Прием депозитов. Предоставление кредитов, включая потребительский кредит, ипотечный кредит, факторинг, форфейтинг. Финансовый лизинг. Перевод денег. Выпуск платежных инструментов (кредитных карточек, дорожных чеков). Предоставление банковских гарантий и поручительств.

Торговля за собственный счет или за счет клиентов на: денежном рынке (чеки, тратты, депозитные сертификаты и т.п.); валютном рынке; рынке финансовых фьючерсов и опционов; внебиржевом рынке валютных и

ценными бумагами, андеррайтинг ценных бумаг и управление портфелем ценных бумаг) и оставляет за национальными регулирующими органами вопросы контроля за финансовыми конгломератами, структуру собственности банков и их взаимоотношения с промышленными компаниями.

Минимальный уровень гармонизации заключается в минимальном уровне уставного капитала, равном 5 млн. ЭКЮ, унифицированных требованиях к структуре капитала. Соотношение между собственным капиталом и активами (взвешенными с учетом степени риска) не может быть ниже 8%. Участие банков в капитале небанковских учреждений не должно превышать 60% собственного капитала банка. Причем в одно предприятие не может быть вложено более 15% собственного капитала банка.

Повсеместно приняты минимальные нормы страхования депозитов. В странах ЕС это 20 тыс. ЭКЮ. Реальные цифры сильно отличаются в различных странах.

Аналогичный принцип был распространен на компании по ценным бумагам в Директиве об инвестиционных услугах, принятой в 1993 г..

Директива об инвестиционных услугах (Investment Services Directive)

Ее суть та же, что и у Второй банковской директивы, но только применительно к компаниям по ценным бумагам (investment firms): введение “единого паспорта”, т.е. компания по ценным бумагам, зарегистрированная в любой из стран ЕС, имеет доступ на рынок всех остальных стран Союза. В отношении отделений и дочерних компаний используется различный подход. Если к первым применяются правила страны происхождения (home country), то ко вторым - нормы принимающей страны (host country).

процентных деривативов; рынке акций и облигаций. Участие в эмиссии ценных бумаг и предоставление услуг, связанных с эмиссией. Консультирование по вопросам слияний и поглощений. Предоставление брокерских услуг на денежном рынке. Услуги по управлению портфелем ценных бумаг. Консультирование. Депозитарные услуги. (International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L.,1994 p.105)

Директива предусматривает возможность для компаний по ценным бумагам торговать на фондовых биржах наравне с банками (в тех странах, где ранее на биржах работали только банки).¹

Германия настояла на том, чтобы банки имели право торговать на европейских фондовых биржах - так же, как сами банки торгуют в Германии. Это положение специально по настоянию Германии было включено в ДИУ. Правда, Франция, Италия и Бельгия получили право не вводить этот режим до конца 1996 г., а Португалия, Испания и Греция - до конца 1999 г.²

В том же 1993 г. была принята еще одна директива, касающаяся профессиональных участников фондового рынка – Директива о достаточности капитала компаний по ценным бумагам и кредитных учреждений Council Directive 93/6/ЕЕС on the capital adequacy of investment firms and credit institutions. Согласно этой директиве, минимальный размер собственного капитала компании по ценным бумагам должен составлять не менее 50 тыс. ЭКЮ при совершении операций только за собственный счет, 125 тыс. ЭКЮ при выполнении комиссионных операций для клиентов и управлении портфелем ценных бумаг и 730 тыс. ЭКЮ при одновременном осуществлении всех вышеперечисленных операций.³

Прочие директивы

Директивы о фондовых биржах 1979, 1980 и 1982 гг.

Принятые в разные годы, все эти директивы были реализованы в середине 1983 г.

Директива 1979 г. (79/279/ЕЕС) - о координации условий допуска ценных бумаг к котировке на бирже. Директива предусматривает публикацию

¹ Полный текст директив ЕС можно найти на сайте Европейского Союза <http://www.europa.eu.int/>

² International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L.,1994, p.136.

³ В России минимальный размер собственного капитала, установленный ФКЦБ, составляет: брокерская деятельность -- 5 000 МРОТ на дату расчета размера собственного капитала профессионального участника; дилерская деятельность -- 8 000; деятельность по управлению ценными бумагами -- 35 000.(Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации. (Постановление ФКЦБ от 23 ноября 1998 г. № 50).

эмитентами любой информации, которая может оказать влияние на цены их акций.

Директива 1980 г. (80/390/ЕЕС) содержит унифицированные требования к информации, которую должен предоставлять эмитент при получении листинга.

Директива 1982 г. (82/121/ЕЕС) требует от компаний публикации полугодовых отчетов по обороту и величине прибыли.

В 1985 г. была принята Директива по институтам коллективных инвестиций - Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities/UCITS) (85/611/ЕЕС). Она предвосхитила последующие директивы о взаимном признании финансовых институтов и касалась признания инвестиционных фондов (см. также главу 3).

В 1987 г. появилась Директива о взаимном признании листинга (87/345/ЕЕС). Директива, тем не менее, предполагает, что для получения листинга на другой бирже эмитент обязан предоставить свои документы. Автоматического признания листинга, полученного в какой-либо стране ЕС, на других биржах не происходит.¹

В 1989 г. принята Директива о проспекте эмиссии при публичном выпуске ценных бумаг (89/298/ЕЕС). Она предусматривает взаимное признание проспектов эмиссии. Особая оговорка сделана для ценных бумаг, размещаемых на международных рынках. Там проспект эмиссии появляется лишь после размещения (распределения ценных бумаг). Этот особый режим был отражен в директиве.

В 1990 г. появилась директива 90/211/ЕЕС, внесшая поправку в директиву 80/390/ЕЕС. Суть ее состояла во взаимном признании проспектов эмиссии, используемых для листинга ценных бумаг. Проспект эмиссии, предлагаемый при публичной подписке, и проспект эмиссии, требуемый при листинге - это разные документы. Признание их универсальности - шаг вперед

¹ International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L.,1994, p.148.

в интеграции рынков. Т.е. и для проведения публичной подписки, и для получения листинга требуется один документ во всех странах ЕС.

1988 г. - Директива 88/627/ЕЕС требует раскрывать информацию о приобретении крупных пакетов акций. Первое пороговое значение - 10%.

13 ноября 1989 г. Совет Европейского Союза принял Директиву 89/592 по инсайдерской торговле (Council Directive 89/592 coordinating regulations on insider dealing). В настоящее время все страны ЕС привели свое законодательство в соответствии с данной директивой и, таким образом, она лежит в основе инсайдерского законодательства всех стран ЕС. (Согласно Директиве это должно было произойти к 1 июня 1992 г., однако на практике многие страны не уложились в эти сроки).

Согласно этой директиве под инсайдерской информацией понимается необнародованная информация, относящаяся к свободно обращающимся ценным бумагам (transferable securities), которая, будучи опубликована, могла бы оказать значительное влияние на цену указанных бумаг.

Под свободно обращающимися ценными бумагами понимаются:

- а) акции и облигации, а также эквивалентные им ценные бумаги;
- б) контракты, дающие право подписки, покупки или продажи ценных бумаг, отмеченных в п. а);
- с) фьючерсные контракты, опционные контракты и процентные фьючерсы на бумаги, отмеченные в п. а);
- д) контракты на индексы по ценным бумагам, отмеченным в п. а).

При этом данные бумаги допущены к торговле на рынке, который регулируется и контролируется признанными государством органами, работает на постоянной основе и доступен напрямую или косвенным образом для публики.

Директива определяет круг лиц, относящихся к инсайдерам. Это лица, которые обладают служебной информацией и могут использовать ее при совершении операций с ценными бумагами в свою пользу или в пользу третьих лиц. К ним относятся лица, имеющие доступ к служебной информации в силу своего положения в органах управления самого эмитента, в силу участия в

капитале эмитента или имеющие доступ к информации в силу своей профессиональной деятельности.

Директива гласит, что сделки инсайдеров в странах ЕС должны находиться под запретом.

Данный запрет не распространяется на операции, проводимые центральным банком или уполномоченной им организацией в ходе реализации денежно-кредитной или валютной политики или политики управления государственным долгом.

Директива также говорит о том, что инсайдеры не вправе передавать информацию третьим лицам или рекомендовать третьим лицам совершить сделку с ценными бумагами.

Директива налагает запрет на операции "вторичных инсайдеров", т.е. лиц, получивших информацию от "первичных инсайдеров".

Запрет налагается на все ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынках стран ЕС.

Директива не предусматривает конкретных санкций за нарушение инсайдерского законодательства, оставляя это на усмотрение стран-участниц. Конкретные виды бумаг, на которые распространяется действие инсайдерского законодательства, лица, относящиеся к инсайдерам и т.п. также могут отличаться в разных странах.

Национальное законодательство по инсайдерской торговле действительно значительно более детальное, чем указанная директива. Но, тем не менее, национальное законодательство не должно противоречить (и на самом деле не противоречит) директиве.

В течение 80-х годов разрабатывался проект создания единой европейской фондовой биржи Euroqoute. Однако участники (все они являлись членами Федерации европейских фондовых бирж) не смогли прийти к устраивающему всех решению.¹

¹ На практике объединительные процессы происходят непосредственно на уровне конкретных фондовых бирж, о чем говорилось в главе 4.

Один совместный проект все же был реализован в 1994 г. Это проект Eurolist. Это проект Федерации европейских фондовых бирж, правда, поддержанный Комиссией. Он заключается в одновременном листинге нескольких сотен акций европейских эмитентов сразу как минимум на 6 европейских биржах.

В конце 90-х годов во всех странах ЕС были приняты законы по корпоративному управлению, представляющие собой поправки к законодательству о компаниях. Если коротко сформулировать основные изменения, то они заключались в усилении прав акционеров и переходе от “инсайдерской” к “аутсайдерской” модели корпоративного управления (см. главу 1). В 1999 г. ОЭСР подготовила документ под названием “Принципы корпоративного управления” (OECD Principles of Corporate Governance), который по сути является модельным законом о компании, положения которого в той или иной форме постепенно принимаются в большинстве стран.

В конце 1997 г. для выработки общих подходов к регулированию было создано неформальное объединение – Форум европейских комиссий по ценным бумагам Forum of European Securities Commissions, FESCO.

Особенности систем регулирования в разных странах

Великобритания

Англия стала первой из европейских стран, осуществивших широкомасштабную реформу своего фондового рынка в 80-е годы. Исторически сложилось так, что здесь регулирование осуществлялось на базе комбинации некоторых самых общих законодательных норм и, в основном, саморегулирования. Законодательный каркас состоял из Закона о компаниях (первая редакция принята еще в прошлом веке) и Закона о предотвращении мошенничества 1958 г. Регулирование фондового рынка осуществлялось главным образом Лондонской фондовой биржей. Вопросы слияний и поглощений находились в сфере компетенции специфической английской

саморегулируемой организации The City Panel on Takeovers and Mergers.¹ Каких-либо государственных органов регулирования не было.

Банк Англии осуществлял регулирование депозитных учреждений, однако, поскольку английские депозитные учреждения в силу традиций не занимались операциями на фондовом рынке, непосредственного участия в регулировании рынка ценных бумаг (за исключением государственных) Банк Англии не принимал.

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. Формально она подчинялась казначейству (министерству финансов), но фактически являлась независимым учреждением. В своей деятельности Совет руководствовался "10 принципами и 40 основными правилами", которые давали самые общие принципы регулирования.

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 Organisation), Организация компаний страхования жизни и юнит-

¹ Об этой организации см. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М.: Инфра-М, 1996, стр.171-173.

трастов - ЛАУТРО (Life Assurance & Unit Trust Regulatory Organisation). 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 Англии 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. предполагается полностью передать Совету полномочия всех саморегулируемых организаций. В итоге к нему должны перейти функции Building Societies Commission, Friendly Societies Commission, Insurance Directorate of HM Treasury, Investment Management Regulatory Organisation, Personal Investment Authority, Registry of Friendly Societies, Securities and Futures Authority - в общей сложности 9 организаций.¹ Совету передается и традиционная функция фондовой биржи по листингу ценных бумаг.

¹ По состоянию на январь 2000 г. законопроект The Financial Services and Markets Bill находился в Парламенте.

Т.е. возникает супер-регулятор, контролирующий банки, компании по ценным бумагам, страховые компании, пенсионные фонды, фондовые биржи, депозитарно-клиринговые организации.¹ Общее количество сотрудников в 1999 г. – примерно 2000 человек (после передачи всех функций СРО к концу 2000 г. должно быть 2700).

Финансирование Совета будет осуществляться финансовыми учреждениями, которых он контролирует. Сам FSA, как отмечено выше, становится государственным органом регулирования, Англия, таким образом, отходит от модели саморегулирования фондового рынка.² В 1999/2000 ф.г. затраты на содержание Совета определены в 159 млн. ф.ст.

Антиинсайдерское законодательство

Впервые инсайдерская торговля была признана уголовным преступлением в Законе о ценных бумагах компаний (законе об инсайдерах) 1985 г. (Company Securities (Insider Dealing) Act 1985). В 1993 г. это положение было закреплено в Законе об уголовной ответственности (Criminal Justice Act 1993). Отдельные положения имеются в Законе о финансовых услугах 1986 г. (Financial Services Act of 1986).

За нарушение этих законов в порядке уголовного расследования предусматривается тюремное наказание до 7 лет или неограниченный штраф (или и то, и другое вместе) или, при слушании дела в суде низшей инстанции - 6 месяцев или 5000 ф.ст. штрафа (или и то, и другое вместе). От нарушителя также могут потребовать уплаты всей полученной прибыли или сумму, равную величине убытков, которых удалось избежать благодаря инсайдерской торговле.

¹ Тенденция объединения регулятивных функций в рамках одного учреждения характерна для многих стран мира. Из крупных государств по этому пути пошла Япония (см. ниже). Единый регулятор действует уже несколько лет в Швеции, Дании, в 1998 г. создан в Корее. В Канаде единый регулятор осуществляет надзор за банками и страховыми компаниями. В Люксембурге единый орган осуществляет контроль над банками и компаниями по ценным бумагам. Ирландия приняла решение о выделении единого регулятора. Единый регулятор создан в Венгрии.

² International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.142.

Полномочия по контролю за соблюдением Закона об инсайдерах, согласно Закона о финансовых услугах 1986 г., были возложены на министерство торговли и промышленности (Secretary of State for Trade and Industry). Это достаточно редкое решение, поскольку в большинстве стран контроль за соблюдением инсайдерского законодательства лежит на специальном регулятивном органе или департаменте ценных бумаг министерства финансов. В дальнейшем эти функции перейдут Совету по финансовым услугам (FSA).

Франция

Нормативная база французского фондового рынка представляет собой длинный перечень законов, принимавшихся в различные годы по самым различным вопросам, касающимся эмиссии ценных бумаг, торговли на фондовом рынке, создании органов регулирования. В отличие от США, Англии и Германии здесь сложно выделить какие-либо основополагающие документы. Из наиболее важных, принятых за последнее десятилетие, можно назвать Закон о модернизации финансового сектора от 2 июля 1996 г. *Loi de modernisation des activités financières* (см. ниже).

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

Комиссия по биржевым операциям (*Commission des opérations 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.¹

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 обыска. 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) (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 сектора² Совет был переименован, а его полномочия расширились.³ В его

¹ На ее сайте <http://www.cob.fr> можно получить информацию о французских эмитентах

² Закон был принят в целях привести нормативную базу Франции в соответствие с директивами ЕС. Текст закона можно прочитать на сайте Комиссии по биржевым операциям <http://www.cob.fr>

³ Совет возник в результате объединения двух СРО – упомянутой выше Conseil des bourses de valeurs и Conseil du marché a terme (Совет по срочным рынкам).

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 назывался Comite des établissements de crédit)).¹ 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.

Общество французских бирж - Парижская биржа (Societe des Bourses Francaises - Paris Bourse, с июня 1999 г. официальное название ParisBourse^{SBF} SA) по французским законам имеет статус "специализированного финансового учреждения". Отвечает за повседневные операции на рынке, за распространение информации инвесторам, проверяет заявки на листинг,

¹ 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).

направляемые в Совет по финансовым рынкам, принимает решение об исключении из листинга. Согласно полномочиям, делегированным Советом по финансовым рынкам, Парижская биржа вправе приостанавливать торговлю любой ценной бумагой.

По Закону 1989 г. инвесторы, приобретающие и продающие акции с правом голоса компаний, имеющих биржевую котировку, при изменении портфелей в ту или иную сторону от следующих пороговых значений: 5%, 10%, 20%, 33,3%, 50%, и 66,6% обязаны в пятидневный срок уведомить биржу и в пятнадцатидневный срок - самого эмитента. Биржа затем ставит в известность инвесторов об изменении пакетов, публикуя информацию в своем бюллетене.. Уставы компаний могут предусматривать и более низкие пороговые значения.

Неуведомление приводит к автоматическому лишению прав голоса по приобретенным акциям на два года. Арбитражный суд по представлению председателя совета директоров компании, других акционеров или Комиссии может лишить нарушителя всех или части прав голоса на срок до пяти лет.¹

Антиинсайдерское регулирование

Закон от 23.12.1970 №.70/1208 предоставляет полномочия по контролю над инсайдерской торговлей Комиссии по биржевым операциям (Commission des Operations de Bourse). Закон 1989 г. усилил эти полномочия.

Инсайдеры, совершившие сделку на базе внутренней 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).

Последние изменения в законодательстве

¹ The Guide to World Equity Markets. Euromoney Books.L.1993, p.168.

В июне 1998 г. французский парламент принял Закон о различных экономических и финансовых мерах (Loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier). Закон определял порядок конвертации ценных бумаг в национальной валюте в евро, упростил процедуру размещения ценных бумаг “квалифицированным инвесторам”, введя это понятие во французское законодательство. Новый закон упростил процедуру выкупа собственных акций французскими корпорациями. Действовавший ранее закон 1966 г. запрещал компаниям эту операцию за исключением очень ограниченных случаев (при распределении акций среди работников предприятия или выкуп с последующим аннулированием).¹

Германия

Нормативная база фондового рынка Германии основывается в основном на трех законах: Закон о биржах (Börsengesetz), Закон о кредитных операциях (Kreditwesengesetz), и Закон о торговле ценными бумагами (Wertpapierhandelsgesetz). Первые два закона приняты еще в конце прошлого века (с вносившимися позже многочисленными поправками). Последний принят совсем недавно - в 1994 г. в рамках Второго закона о развитии финансового рынка (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz). В 1998 г. этот закон был дополнен в рамках Третьего закона о развитии финансового рынка.

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

¹ Financial Market Trends, No.71, November 1998, p.18.

(возглавляемым статс-комиссаром).¹ Именно на этот орган Законом о биржах был возложен контроль за соблюдением Закона о биржах, т.е. контроль за соблюдением честных правил торговли.

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.² 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).¹ Как отмечалось в главе второй, она же лицензирует компании по ценным бумагам – инвестиционные фирмы, появившиеся в развитие Директивы об инвестиционных услугах ЕС. Именно эта организация осуществляет

¹ Общее количество сотрудников земельного надзорного органа не превышает 20 человек, из них в статс-секретариате работает 10.

² 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>)

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.

В последнее десятилетие в Германии были приняты новые нормы, направленные на придание большей прозрачности рынку. В частности, согласно Закону о торговле ценными бумагами 1994 г. инсайдерская торговля стала рассматриваться как уголовно наказуемое преступление, которое может караться наказанием в виде тюремного заключения сроком до 5 лет.²

Директива N 89/592 Комиссии ЕС от 13 ноября 1989 г. об инсайдерской торговле (Insider Dealing Directive) устанавливала крайний срок июнь 1992 г. для приведения инсайдерского законодательства стран - членов ЕС в соответствие с этой директивой. В Германии директива была реализована с опозданием более чем два года.

До принятия этого закона в Германии действовали просто добровольные правила торговли с использованием инсайдерской информации, установленные по совместной декларации союзов промышленников, торгово-промышленных палат и банков (Insiderhandels-Richtlinien от 13 ноября 1970 г. с поправками 1976 и 1988 гг.). Правила относились только к лицам, заранее заключившим контрактное соглашение о том, что они как инсайдеры обязуются не совершать тех-то и тех-то действий в отношении ценных бумаг своей компании и т.п. В связи с тем, что правила носили добровольный

¹ 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.

² Примечательно, что в Германии, в стране романо-германского права, как и в США, стране прецедентного права, наказание за нарушение закона прописано в самом тексте закона и никого это не смущает. В российской практике аналогичные законы не содержат никаких конкретных санкций. В лучшем случае через какое-то время (иногда через несколько лет) в уголовный или иной кодекс вносятся поправки, вводящие то или иное наказание. При этом российские юристы, участвовавшие в разработке Закона о рынке ценных бумаг, когда автор этих строк говорил о необходимости введения в текст Закона санкций за его нарушение, ссылались на то, что у нас, в отличие от США, романо-германская система права.

характер, это и было их слабостью, за которую их и подвергали критике. В США в ходу было выражение: You can't have a fair market in Germany.

Принятие Закона в целом действительно повысило уровень прозрачности немецкого рынка. Особенно громких скандалов здесь не было, но довольно много случаев расследований, которые приводили в итоге к уплате штрафов.¹

Контроль за соблюдением антиинсайдерского законодательства возложен на Комиссию по ценным бумагам. Она проводит собственные расследования (правда, ее полномочия значительно уже, чем у американской КЦББ или английского Совета по финансовым услугам) и при наличии с ее точки зрения состава правонарушения передает дело в прокуратуру.

В последние годы наблюдается рост финансовых конгломератов, которые, помимо традиционных банковских операций, могут заниматься ипотечным кредитованием, страхованием и операциями с недвижимостью. Эти конгломераты получили название Allfinanzkonzerne. Их деятельность не подпадает под прямое государственное регулирование, хотя сами учреждения, входящие в эти группы, регулируются соответствующими государственными органами: ФНПБ или Федеральной надзорной палатой над страховыми учреждениями.

Последние изменения в законодательстве

1 мая 1998 г. вошел в силу Закон о контроле и прозрачности корпоративного сектора (KonTraG), усиливший права акционеров и облегчивший процедуру выкупа собственных акций.

1 апреля 1998 г. вошел в силу Закон об акциях без номинала (SückAG), для облегчило переход на евро.

1 апреля 1998 г. вошел в силу Третий закон о развитии финансового рынка, содержащий более 100 разнообразных положений, способствующих

¹ См. также Бубнов И. Как защищаются интересы инвесторов на рынке ценных бумаг в Германии //Хозяйство и право. М., 1996, №№8-9.

либерализации рынка ценных бумаг и делающих более привлекательным для компаний выход на фондовый рынок.

8 мая 1998 г. принят Закон о введении евро (о конвертации всех федеральных ценных бумаг в евро 1 января 1999 г.).

В 1999 г. в Германии начался процесс перевода предъявительских акций в именные, что, опять же, связано со стремлением сделать рынок акций более прозрачным и больше похожим на американский (для привлечения американских инвестиций).¹

Италия

Традиционно итальянский фондовый рынок был слабо регулируемым. Однако в конце 80-х годов здесь, так же как и в других европейских странах, была проведена реформа системы регулирования, в результате чего последняя стала в целом соответствовать современным требованиям. Появился специальный орган регулирования фондового рынка - Итальянская комиссия по фондовому рынку (CONSOB Commissione nazionale per le società e la borsa).

Основным законом, регулирующим деятельность на фондовом рынке, с конца 90-х годов стал Консолидированный закон о финансовом посредничестве от 28 февраля 1998 г. №58, который подвел законодательную основу под изменения 90-х годов и касается деятельности на фондовом рынке, видов инвестиционных институтов (профессиональных посредников), эмиссии ценных бумаг, вопросов корпоративного управления, торговле ценными бумагами, органов регулирования, организации фондовой биржи,. Закон включил в себя основные положения Директив ЕС об инвестиционных услугах и о достаточности капитала.²

¹ Это особенно интересно, учитывая тот факт, что практически все акции германских эмитентов традиционно были предъявительские (за исключением акций страховых компаний). По оценкам специалистов Немецкого института акций (Deutsches Aktieninstitut) в ближайшие годы половина германских компаний перейдет на именные акции.

² С текстом закона на итальянском и английском языках можно ознакомиться на сайте CONSOB <http://www.consob.it/>

До начала 90-х система регулирования носила институциональный характер: Банк Италии контролировал банки, Итальянская комиссия по ценным бумагам (CONSOB) - компании по ценным бумагам, ISVAP (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo) - страховые компании, Комиссия по пенсионным фондам Commissione di vigilanza sui fondi pensioni – пенсионные фонды.

В настоящее время это регулирование носит скорее функциональный, чем институциональный характер; целый ряд органов регулирует и контролирует фондовый рынок. В результате одно учреждение может контролироваться разными регулируемыми органами. Высшее руководство возложено на Министерство финансов и Парламент. В свою очередь, министерство делегирует свои полномочия Итальянской комиссии по ценным бумагам и Банку Италии. Все финансовые посредники (компании по ценным бумагам, банки, управляющие портфелями ценных бумаг), за исключением страховых обществ и пенсионных фондов, регулируются Банком Италии по вопросам, связанным с управлением рисками и финансовой стабильностью. Те же учреждения контролируются CONSOB в вопросах, связанных с предоставлением информации и соблюдением честных правил игры на рынке.¹ Страховые компании и пенсионные фонды по-прежнему регулируются указанными выше комиссиями.

Если попытаться охарактеризовать современную систему регулирования Италии в сравнении с другими крупными развитыми странами, можно сформулировать следующий вывод: здесь фактически сложилось двоевластие в лице Банка Италии и Комиссии.²

В прошлом в Италии на фондовом рынке существовали различные виды финансовых учреждений, имевших право совершать ограниченные виды операций. Как отмечалось в главе 2, в 1991 г. в результате реформы их

¹ Financial Market Trends, No.71, Nov. 1998, p. 28.

² При чтении Закона 1998 г. бросается в глаза постоянно повторяющаяся фраза, гласящая, что те или иные действия осуществляет: “Банк Италии при консультации с Комиссией” или “Комиссия при консультации с Банком Италии”.

сменили универсальные компании по ценным бумагам - *societa de intermediazione mobiliare (SIM)*. По итальянскому законодательству SIM – компания, имеющая головной офис в Италии. Данное положение вызвало резкую критику других стран ЕС. В конце концов был найден компромисс: SIMы сохранили свой “итальянский” статус, но при этом наряду с ними выделяются компании по ценным бумагам (*investment firm*) из стран ЕС и прочих стран, которые могут открывать свои отделения в Италии и имеют такие же права, как и SIM .

Большая часть SIM принадлежит в настоящее время банкам, а большая часть последних находится под контролем государства. Лишь начиная с 1995 г. итальянское правительство стало постепенно продавать свою долю в итальянских банках (см. главу 3). Сами банки в прошлом не занимались ценными бумагами, да и в настоящее время очень небольшая часть их доходов приходится на операции с ценными бумагами. При этом юридически ограничений на работу с ценными бумагами у них нет.

Депозитарно-клиринговые организации, включая централизованный депозитарий, регулируются совместно Банком Италии и Комиссией.

В 1991 г. принят Закон о торговле с использованием инсайдерской информации, контроль за которым возложен на CONSOB. В уточненном виде все старые положения вошли в Закон 1998 г. За нарушение инсайдерских положений Законом предусмотрено наказание (тюремное заключение сроком до 2 лет и штраф до 600 млн. лир). За манипулирование на фондовом рынке предусмотрено максимальное наказание в виде тюремного заключения сроком до 3 лет и штраф в размере 50 млн. лир.¹

Испания

¹ Опять отметим ту же особенность законодательства по фондовому рынку, которую мы отмечали в случае с Германией. В Италии, стране также романо-германского права, санкции за нарушение закона изложены в законе, регулирующем деятельность на фондовом рынке, а не вынесены в другие источники.

Основной нормативный документ, касающийся фондового рынка Испании – Закон о рынке ценных бумаг 1988 г. Закон о реформе рынка ценных бумаг, вступивший в силу в ноябре 1998 г., внес дополнения в этот закон с учетом требований директив ЕС об инвестиционных услугах и достаточности капитала инвестиционных институтов. Закон дает определение финансовых инструментов, финансовых институтов, содержит основные требования к эмитентам, организаторам торговли, депозитарно-клиринговым организациям, определяет функции регулятивных органов.¹

Фондовый рынок регулируется Национальной комиссией по фондовому рынку (Comision Nacional del Mercado de Valores), смоделированной с американской Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. CNMV – это независимый государственный орган, осуществляющий контроль над эмитентами (в т.ч. регистрация проспектов эмиссии, контроль за крупными сделками) и профессиональными участниками фондового рынка. Комиссия регистрирует компании по ценным бумагам, институты коллективных инвестиций и портфельных управляющих. В то же время Министерство экономики и финансов также играет важную регулирующую роль, поскольку оно устанавливает стандарты учета, осуществляет санкции за нарушение законодательства и назначает нескольких человек в состав правления Национальной комиссии по фондовому рынку.

Участники рынка - это в первую очередь компании по ценным бумагам, действующие как по поручению клиентов, так и за собственный счет (брокерско-дилерские фирмы), и агентства (брокеры) по ценным бумагам, работающие только в качестве комиссионеров (для них установлены различные требования по величине собственного капитала). Большая часть компаний и агентств принадлежат крупным коммерческим банкам. Как отмечалось в главе второй, на фондовую биржу вплоть до конца 1999 г. допускались только специализированные компании по ценным бумагам

¹ Текст закона см. на сайте <http://www.cnmv.es/>

(брокеры/дилеры, брокеры). Лишь с 2000 г. во исполнение Директивы об инвестиционных услугах ЕС банки получили право непосредственно работать на организованном рынке. Кроме того, испанские банки имеют крупные пакеты акций ведущих промышленных компаний через холдинговые компании. Они, как и во Франции, всегда играли заметную роль на первичном рынке

6.4 Системы регулирования в прочих странах

Япония

Как отмечалось в главе 3, в значительной мере система организации фондового рынка Японии аналогична американской, что было связано с чисто политическими факторами: оккупацией Японии после Второй мировой войны войсками США. С 1948 г. здесь действовал аналог американского Закона Гласса - Стигала (ст. 65 Закона о ценных бумагах 1948 г.) см. также главу 3.

В Японии сложилась двухуровневая система регулирования, при которой контроль за рынком осуществлялся как государством (Министерством финансов), так и саморегулируемыми организациями.

В 1948 г. в Японии по образцу и подобию Комиссии по ценным бумагам и биржам США была образована Комиссия по ценным бумагам Японии. Однако когда американцы ушли, Комиссия в 1951 г. была упразднена, а ее полномочия вместе с персоналом перешли министерству финансов. Как отмечалось в одной монографии, посвященной японскому фондовому рынку, "американская концепция независимой Комиссии, стоящей вне политики и бюрократических интриг и давления, в японских условиях не была оценена".¹

Министерство финансов самым тесным образом связано с частным бизнесом. В Японии существует традиция, носящая название "амакудари", согласно которой государственный бюрократ по достижении им пенсионного возраста в 55 лет получает хорошо оплачиваемую должность в частном

¹ Zielinski R., Holloway N. Unequal Equities: Power and Risk in Japan's Stock Market. Tokyo, 1991, p.71.

секторе как вознаграждение за годы, проведенные на относительно низкооплачиваемой работе в государственном учреждении.

Существует непосредственная связь между министерством финансов и сообществом брокерско-дилерских фирм именно по этой линии. При этом, однако, стоит иметь в виду, что число сотрудников в Управлении ценных бумаг Министерства финансов Японии было невелико: всего 150 человек.

При Министерстве финансов был создан совещательный орган - Совет по ценным бумагам и биржам. Совет состоял из 20 специалистов, связанных с индустрией ценных бумаг, назначаемых министерством на два года. В функции Совета входит подготовка рекомендаций для министерства финансов по совершенствованию законодательства по ценным бумагам.

Министерство финансов Японии вообще являлось главным финансовым регулирующим органом в Японии. Его полномочия распространялись также на банки.

В июле 1992 г. в Японии появилась новая Комиссия по ценным бумагам и биржам, в функции которой входило наблюдение и контроль за состоянием непосредственно на рынке. В отличие от Комиссии по ценным бумагам и биржам США, японская комиссия являлась аффилированным учреждением министерства финансов, которое по-прежнему выполняло надзорные функции.

Появление комиссии было связано с кризисом на фондовом рынке Японии в 1990-1991 гг., выявившим серьезные злоупотребления на рынке, манипулирование ценами и использование служебной (внутренней) информации. За правильным поведением профессиональных участников и призвана была наблюдать комиссия.¹

1 апреля 1993 г. в Японии вошел в силу Закон о реформе финансовой системы. Закон частично упразднил барьеры, существовавшие между банками и брокерскими фирмами. На основе этого Закона японским банкам (сначала долгосрочного кредита, а затем и прочим) было разрешено осуществлять

¹ Сноска Guide to World Equities 1993. Euromoney Supplement. L., 1993, p.79.

андеррайтинг твердопроцентных ценных бумаг. Одновременно брокерско-дилерским фирмам был открыт доступ к доверительным банковским операциям.

В 1994 г. Министерство финансов разрешило городским банкам учреждать дочерние компании по торговле ценными бумагами (без права совершать сделки с акциями и производными от них ценными бумагами).

В апреле 1998 г. в Японии началась новая широкомасштабная реформа финансовой системы, получившая по аналогии с английской реформой 1986 г. название “Большая встряска” (Big Bang). Реформа рассчитана на несколько лет (1998-2001) и предусматривает поэтапную полную либерализацию финансовой системы. Например, разрешается создавать финансовые холдинговые компании (что после войны было запрещено). Банки получили право торговли инструментами коллективных инвестиций - паями юнит-трастов. Компании по ценным бумагам получают право выполнять кастодиальные услуги. Фирмы получают право осуществлять брокерские операции с ценными бумагами без государственной лицензии. Полностью упраздняются барьеры между банками, компаниями по ценным бумагам и доверительными банками: они получают право заниматься бизнесом друг друга. К концу 1999 г. произошла полная отмена фиксированных комиссионных по сделкам на фондовом рынке. В 2001 г. предусматривается устранение запрета на выполнение банками и компаниями по ценным бумагам услуг страховых компаний и наоборот. Отменяются ограничения на владение акциями листинговых компаний нерезидентами (ранее не более 10%). В то же время усиливаются наказания за нечестные операции на финансовом рынке.¹

Также отменяется существовавший ранее фактический запрет на выкуп собственных акций корпорациями.

¹ International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.126.; Gibson M.S. “Big Bang” deregulation and Japanese corporate governance: a survey of the issues. // Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers. N.624, September 1998, p.28.

Одним из элементов реформы явилось создание специального регулирующего органа вне министерства финансов, на которое будет возложен контроль над всей финансовой системой страны (175 национальными банками, 93 иностранными банками, 76 страховыми компаниями и 226 брокерско-дилерскими фирмами и т.д) - Агентство финансового надзора (Financial Supervisory Agency). Агентство приступило к работе в июне 1998 г.

Агентство подчинено непосредственно премьер-министру. Министерство финансов будет отвечать за планирование и формулирование финансовой политики в целом и координировать деятельность в области международных финансовых отношений, в первую очередь вопросы, связанные с валютной политикой.

Агентство, как предполагается, будет участвовать в подготовке нормативных документов, касающихся финансовых учреждений, хотя в 1998 г. полной ясности по вопросу о том, как будут распределены между ними обязанности, не было.¹ Банк Японии при этом сохраняет привилегию проверять банки и при необходимости блокировать счета нарушителей, но при этом наложение санкций возложено на Агентство.

По предварительным оценкам, в Агентстве будет работать примерно 400 человек - большей частью (80%) сотрудники, переводимые из министерства финансов.²

Австралия

В современном виде система регулирования финансового рынка Австралии существует с 1998 г. В стране действует два регулятора. Основной - Австралийская комиссия по ценным бумагам и инвестициям (The Australian Securities and Investments Commission), ранее называлась Австралийской

¹ International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington, 1998, p.125.

² Для сравнения: количество контролеров в США составляет примерно 8000, новый контролирующий орган Великобритании Ведомство финансового надзора будет насчитывать 2700 человек (International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington, 1998, p.126).

комиссией по ценным бумагам (The Australian Securities Commission, создана на основе закона 1989 г.) занимается вопросами, связанными с защитой инвесторов в любые финансовые инструменты (кроме валютных контрактов) и соблюдением честных правил на финансовом рынке. В сферу ее компетенции попадают практически все финансовые институты (компании по ценным бумагам, кредитные учреждения, страховые компании, пенсионные фонды, институты коллективного инвестирования), эмитенты, организаторы торговли.¹ До 1998 г. Комиссия занималась регулированием только эмитентов, институтов коллективного инвестирования, компаний по ценным бумагам и организаторов торговли (т.е. ее сфера компетенции была аналогична Комиссии по ценным бумагам и биржам США). Комиссия является государственным органом, подотчетным Парламенту через министерство финансов (министр финансов выдвигает трех высших руководителей (комиссионеров) организации, которых формально утверждает генерал-губернатор).

В то же время пруденциальный надзор над депозитными учреждениями, страховыми компаниями и пенсионными фондами возложен на специальный орган - Австралийский совет по пруденциальному надзору The Australian Prudential Regulation Authority (APRA). Ранее контроль над банками осуществлялся специальным органом Australian Payments System Council, над страховыми компаниями и пенсионными фондами – специальным органом (Insurance Contracts Commission - ISC). Основное отличие Комиссии от совета заключается в том, что первая отвечает за отношения финансовых институтов с потребителями, а второй должен наблюдать за жизнеспособностью финансовых учреждений (их способностью выполнять свои финансовые обязательства).

¹ В «сферу ответственности» Комиссии попадают следующие законы: The Australian Securities Commission Act 1989 (с поправками 1998 г. в настоящее время носит название Australian Securities and Investments Commission Act 1989 (the ASIC Act); The Corporations Act 1989 и в целом законодательство о компаниях; The Insurance (Agents and Brokers) Act 1984; The Insurance Contracts Act 1984; The Superannuation (Resolution of Complaints) Act 1993; The Superannuation Industry (Supervision) Act 1993 (SIS Act); The Retirement Savings Accounts Act 1997 (RSA Act); The Life Insurance Act 1995; The Insurance Act 1973 (см. сайт ASIC <http://www.asic.gov.au>).

Центральный банк страны – Резервный банк Австралии – как и в Германии, а теперь и в Англии, отвечает только за проведение денежно-кредитной и валютной политики.

Корея

До 1997 г. на финансовом рынке Кореи существовало 4 регулирующих органа: Управление банковского надзора Банка Кореи, Управление надзора за фондовым рынком, Управление надзора над страховыми компаниями и Управление надзора за небанковскими финансовыми учреждениями. В рамках широкомасштабной реформы финансового сектора страны, необходимость которой ярко обнажил “азиатский кризис” 1997 г., в конце 1997 г. в Корею был принят специальный Закон о консолидации регулирующих организаций на финансовом рынке. Согласно этому закону с 1 апреля 1998 г. в стране был создан единый орган регулирования, подчиненный правительству - Комиссия по надзору за финансовым сектором (The Financial Supervisory Commission). Исполнительный орган Комиссии - Служба финансового надзора (The Financial Supervisory Service) - приступила к исполнению своих функций в январе 1999 г.¹ При этом предусматривается, что на фондовом рынке значительная часть работы будет осуществляться саморегулируемыми организациями.

Страны с переходной экономикой

В соответствии с критериями уровня развития фондового рынка, разработанными Европейским банком реконструкции и развития, наибольших успехов в их развитии достигли Венгрия, Польша, Россия, Чехия и Эстония. Наивысший рейтинг был присвоен Венгрии и Польше, в которых, по оценкам экспертов ЕБРД, законодательство и система регулирования приближаются к стандартам ИОСКО.²

¹ Financial Market Trends, No. 72, Feb. 1999, p.97.

² Financial Market Trends, No. 70, June. 1998, p.116-117.

Все страны с переходной экономикой предоставили банкам право заниматься операциями с ценными бумагами в полном объеме (деятельность брокерская, дилерская, портфельного управляющего, депозитарная), т.е. была выбрана модель универсального банка. На эту модель в 1997 г. перешла и Венгрия, первоначально установившая некоторые барьеры для банков (см. гл.3).

Все страны с переходной экономикой для контроля над фондовым рынком выбрали модель независимого агентства. Единственное исключение - Словакия, где контролирующим органом выступает Министерство финансов. В Чехии контролирующие функции были переданы министерством финансов независимой Комиссии по ценным бумагам 1 апреля 1998 г.

В России после принятия Закона о рынке ценных бумаг в 1996 г. и создания Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг формально был создан независимый орган регулирования фондового рынка, тем не менее, проблема разделения функций существует по-прежнему, в первую очередь в связи с противоречиями между руководством ФКЦБ и Банка России.

Представляется, что в условиях высокой интеграции финансовых рынков и наличием противоречий между различными регуляторами, может быть имеет смысл внимательнее изучить опыт Великобритании, Японии и Кореи в создании единого регулятора. Кстати, подобный единый регулирующий орган создан и в Венгрии.

Впрочем, как свидетельствует тот же мировой опыт, во многих странах сохраняется сложная система регулирования, когда один и тот же участник рынка может регулироваться разными регуляторами. Очевидно, проблемы российских регуляторов носили больше субъективный характер, определяемый амбициями руководителей соответствующих органов.

Самый важный недостаток существующей в России системы - отсутствие реальных механизмов воздействия на нарушителей законодательства (то, что в англоязычной литературе называется *enforcement*). Изучение систем

регулирующие в развитых странах Запада позволяет нам сделать вывод о том, что созданная в России нормативная база в целом достаточно проработана и в целом в той или иной степени соответствует нормативной базе развитых стран. Это и не удивительно, поскольку российские законы в целом готовились с учетом мирового опыта. Однако чего в них недостает, так это конкретных жестких и действенных санкций за их нарушение. Как мы указывали, практически во всех странах (как романо-германского, так и англо-американского права) санкции за нарушение законодательства по ценным бумагам прописаны непосредственно в законах о ценных бумагах, чего в российском законодательстве нет.

С большим опозданием какие-то изменения, касающиеся санкций за нарушения на фондовом рынке, были внесены в различные кодексы, однако, опять же, в отличие от зарубежного законодательства, они прописаны недостаточно четко. Кроме того, очень часто оказывается, что у регулятивных органов не хватает политической воли и мужества наказать нарушителей. Но это уже проблема не фондового рынка.¹

Как нам представляется, нормативная база, относящаяся непосредственно к профессиональным участникам российского фондового рынка, в виде законов, постановлений и положений ФКЦБ и Банка России, отвечает современным требованиям. А основные проблемы связаны с более общими вопросами. В начале данной главы мы привели перечень законов и нормативных актов, разработанный Международной организацией комиссий по ценным бумагам, составляющих юридическую основу эффективного фондового рынка. Среди восьми разделов относящихся к профессиональным участникам только два. А во всех остальных (законодательство об акционерных обществах (права акционеров), законодательство о банкротстве,

¹ Наиболее глубокое исследование проблем создания регулятивной системы фондового рынка в России осуществлено в работе: Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. М.: Планета 2000, 1999.

налоговое законодательство и пр. существующие документы недостаточны для обеспечения эффективной работы рынка и требуют серьезной доработки.

Антиинсайдерские правовые нормы введены в законодательство большинства стран с формирующимися рынками, к числу которых относится и Россия. Однако в отечественном законодательстве недопустимость торговли с использованием инсайдерской информации по сути лишь продекларирована в Законе о рынке ценных бумаг. Механизм контроля, меры воздействия на нарушителей в настоящее время отсутствуют. В этом плане в большинстве стран с формирующимися рынками ситуация, по крайней мере с нормативной базой, значительно лучше.

Без особого преувеличения можно утверждать, что значительная часть сделок с акциями, заключаемых на российском рынке, так или иначе совершается с использованием инсайдерской информации.

В России необходимо предпринять шаги, чтобы привести свое антиинсайдерское законодательство в соответствие с тем, что существует в большинстве государств мира (даже хотя бы для того, чтобы не выглядеть "белой вороной").

Российские правовые нормы должны включать санкции, примерно соответствующие санкциям, продекларированным в странах ЕС (например, максимальный срок тюремного заключения в размере 3-5 лет, изъятие полученной с помощью инсайдерской информации прибыли и уплата штрафа).

Если вначале столь суровые меры воздействия и не будут применяться (а учитывая общий уровень правового сознания в обществе и весьма терпимое отношение даже к явным махинаторам (классический пример - С.Мавроди) ожидать этого вряд ли стоит) наличие данного "ружья", готового для "стрельбы" по нарушителям законодательства, будет уже само по себе достижением.

Необходимо разработать и принять правила контроля за сделками, совершаемыми инсайдерами с ценными бумагами своих компаний (правила раскрытия информации инсайдерами регулятивным органам).

Чтобы механизм контроля за действиями инсайдеров работал, необходимо, чтобы у регулирующих органов были реальные полномочия проводить следственные действия.

Необходимо провести своеобразную антиинсайдерскую кампанию в средствах массовой информации: подготовить серию статей в деловой печати, интервью с представителями регулятивных органов о том, почему данная проблема важна, почему ей уделяется такое внимание на развитых фондовых рынках, с тем, чтобы в самом обществе укрепилось нетерпимое отношение к недобросовестным действиям инсайдеров.

В конечном счете механизмы контроля за недобросовестными действиями инсайдеров базируются на юридических нормах, а их эффективность зависит от политической воли государственных органов, которые применяют эти нормы. Важный недостаток существующей системы регулирования в России - отсутствие реальных механизмов воздействия на нарушителей законодательства.

5.3 Международное сотрудничество в сфере регулирования фондовых рынков

Наиболее заметную роль в координации деятельности национальных регулятивных органов на финансовых рынках в мировом масштабе играют Банк международных расчетов и Международная организация комиссий по ценным бумагам.

Банк международных расчетов и международное регулирование банковской деятельности

До начала 70-х регулирование банковской деятельности считалось исключительной прерогативой национальных регулятивных органов. Однако появление ТНК и ТНБ поставило вопрос о необходимости регулирования их деятельности в международном масштабе. В какой-то мере к началу совместной работы по выработке единой скоординированной политики

подтолкнуло банкротство немецкого банка Herstatt в 1974 г. Год спустя под патронажем Банка международных расчетов был создан первый комитет банковских регуляторов в составе представителей стран Группы 10 плюс Люксембурга - **Комитет по банковскому регулированию и надзору (Базельский комитет)**. Комитет также известен как **Комитет Кука** (Cooke Committee - по имени его первого председателя).

Одной из самых первых инициатив Комитета Кука стала разработка принципов разделения полномочий по регулированию между национальными контрольными органами. Эти принципы, одобренные управляющими центральными банками стран Группы 10 в декабре 1975 г., получили название Базельский конкордат (Basle Concordat).

Ключевое положение Конкордата: контроль над заграничными отделениями осуществляется регулятивным органом страны происхождения банка, над дочерним подразделением - той страны, где это подразделение действует.¹ В дальнейшем (1983 и 1990 гг.) в Базельский конкордат вносились дополнения.

В 1988 г. Базельский комитет выступил с новой регулятивной инициативой, посвященной введению норматива достаточности капитала (доля собственного капитала в активах 8%) .

Банкротство банка ВССИ в июле 1991 г. вскрыло слабость существующей системы регулирования деятельности международных банков и как ответ на это Базельский комитет в июле 1992 г. подготовил новые стандарты регулирования деятельности международных банков. Ключевое требование заключалось в том, чтобы международные банки контролировались из одного центра - контролирующим органом страны происхождения главного подразделения на базе консолидированной отчетности по всем структурным подразделениям банка. При этом контролирующий орган должен запрещать

¹ Текст в редакции 1983 г. доступен на сайте БМР <http://www.bis.org> Principles for the Supervision of Bank's foreign establishment (May 1983)

создание таких структур, которые не дают возможность осуществлять подобный контроль.

Базельский комитет разработал Основные принципы эффективного банковского регулирования (Core Principles for Effective Banking Supervision),¹ служащие основой и стандартом для всех национальных регулятивных организаций.

Международная организация комиссий по ценным бумагам

Формальное сотрудничество между национальными регулятивными органами на фондовом рынке осуществляется в рамках Международной организации комиссий по ценным бумагам ***ИОСКО - International Organization of Securities Commissions IOSCO.***

ИОСКО основана как межамериканская организация в 1974 г. Первоначально носила название Межамериканская ассоциация комиссий по ценным бумагам (Inter-American Association of Securities Commissions and Similar Organizations) и возникла по инициативе Мирового банка и Организации американских государств (Organization of American States) с целью оказания содействия развитию фондовых рынков стран Латинской Америки. В первые 10 лет своего существования ее деятельность сводилась к ежегодным конференциям. Решение о трансформации в организацию международного масштаба было принято в 1983 г., и первая ежегодная конференция, проведенная вне американского континента, состоялась в 1986 г. в Париже. Тогда же было принято решение о создании секретариата ИОСКО со штаб-квартирой в Монреале. Прошло еще несколько лет, прежде чем организация стала включать регулятивные органы всех основных стран. Например, Япония и Германия стали членами только в 1988 г.² В 1995 г. членом ИОСКО стала российская Федеральная комиссия по рынку ценных

¹ Текст основных принципов см. сайт БМР <http://www.bis.org>

² International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L.,1994, p.198.

бумаг (тогда имевшая еще иное название). К началу 1999 г. членами ИОСКО являлись регулятивные органы из 94 стран мира.¹

ИОСКО провозгласила 4 цели своей деятельности:

кооперация в области регулирования фондовых рынков;

обмен информацией;

объединение усилий для выработки стандартов в области регулирования;

взаимное оказание содействия в области регулирования.

ИОСКО нельзя рассматривать как нечто подобное Базельскому комитету Банка международных расчетов. Последний (состоящий из 11 членов) представляет собой очень непрозрачную организацию, что отражает стремление действовать, не привлекая излишнего внимания. Возможно, благодаря этому ему удалось подготовить ряд детализированных международных соглашений по банкам и добиваться их соблюдения.

ИОСКО, наоборот, является быстро растущей глобальной организацией, включающей более 150 государственных регулятивных, саморегулируемых и прочих организаций из 91 страны, 94 из которых являются полными (голосующими) членами. Полные или регулярные (regular) члены - это основные регулятивные органы. 10 ассоциированных членов - органы, являющиеся подчиненными или смежными по отношению к основным, более 50 аффилированных членов - саморегулируемые организации профессиональных участников (в основном фондовые биржи) и международные организации.

Секретариат очень мал и имеет слабое влияние на организацию. Официальные резолюции ИОСКО в форме резолюций Комитета президентов (Presidents Committee) принимаются только на ежегодных конференциях. Резолюции принимаются большинством голосов регулярных членов. Членами

¹ Речь идет о полных членах (ordinary members). Кроме них выделяются также ассоциированные члены (регулятивные органы, выполняющие вспомогательные функции) и аффилированные члены (саморегулируемые организации, прежде всего биржи) Полный список с адресами в Интернет см. <http://www.iosco.org>.

Президентского комитета являются руководители регулярных и ассоциированных членов.

Двумя основными функциональными комитетами выступают Технический комитет (Technical Committee) и Комитет по “формирующимся рынкам” (Emerging Markets Committee).

Технический комитет состоит из представителей регулятивных органов наиболее развитых стран. Число членов после принятия Мексики в 1993 г. достигло 15. Комитет имеет 5 рабочих групп: по регулированию вторичного рынка, стандартам учета, регулированию посредников рынка ценных бумаг и т.п.

Комитет по формирующимся рынкам состоит из представителей регулятивных органов развивающихся стран и стран с переходной экономикой. В его рамках действуют 6 рабочих групп: по клирингу, институциональным инвесторам, приватизации, дериватам и пр. Доклады и исследования рабочих групп раздаются на ежегодных конференциях.

По состоянию на конец 1998 г. было принято более 40 резолюций и заявлений (statements), среди них:

- о принципах международных операций с ценными бумагами (1990);
- об отмывании денег (1992);
- о международных стандартах аудита (1992);
- о контроле за финансовыми конгломератами (1992,);
- о системе клиринга и урегулирования расчетов (1992);
- о международных стандартах учета (1993);
- о связи между наличными и деривативными рынками (1993);
- о мошенничестве на рынке ценных бумаг (1993);
- о международных операциях (1995);
- о полномочиях регулятивных органов по контролю (enforcement) (1996, 1997);
- о целях и принципах регулирования рынка ценных бумаг (1998);

о принципах раскрытия информации многонациональными эмитентами при международных эмиссиях и листинге (1999).

Проблема достаточности капитала

Как отмечалось выше, в 1988 г. Базельским комитетом был рекомендован норматив достаточности капитала в размере 8% для банков. При этом, однако, возникло опасение, что более жесткий контроль над банками приведет к тому, что компании по ценным бумагам, как менее регулируемые учреждения, окажутся в более выгодном положении. ИОСКО выразила озабоченность отсутствием аналогичных норм достаточности капитала. Многие исследователи и регуляторы говорят о том, что стандарты достаточности капитала должны быть установлены на международном уровне, чтобы обеспечить равные условия банкам и небанкам. Эта цель соответствует широко распространенной точке зрения, согласно которой регулятивные органы должны регулировать различные виды деятельности, а не институты, с тем, чтобы два учреждения, занятые одной и той же деятельностью, имели равные условия ее регулирования.

Основная проблема связана с тем, что структура активов и пассивов банков и компаний по ценным бумагам заметно различается. Активы банков - это в основном неликвидные кредиты, а не ликвидные ценные бумаги, в то время как пассивы в значительной мере представлены средствами на текущих и срочных счетах, которые могут быть изъяты в любой момент. Поэтому, естественно, банки требуют иного регулирования, нежели компании по ценным бумагам.

Компании по ценным бумагам в значительно меньшей степени подвержены риску быстрых и крупных изъятий заемного капитала, в значительно меньшей степени зависят от центрального банка как кредитора последней инстанции. Для банков значение собственного капитала значительно выше, чем для компаний по ценным бумагам. Т.е. с экономической точки зрения для компаний по ценным бумагам не требуется

вводить столь же жесткие нормативы, как и для банков. Но в силу этих же причин банки являются более дорогостоящими поставщиками услуг в области ценных бумаг, нежели компании по ценным бумагам.¹

ИОСКО предприняла попытку ввести аналогичный норматив достаточности капитала для компаний по ценным бумагам. Технический комитет ИОСКО и Базельский комитет начали совместную работу по координации своих усилий в этом направлении. Однако в процессе обсуждений выяснились различия в подходах к этому вопросу США и других стран. Американцы настаивали на более жестких нормах достаточности, чем другие регуляторы. В результате вопрос ставился в повестку дня конференции 1992 г., но не был принят. В 1993 г. он уже даже не выносился на обсуждение.²

18 февраля 1998 г. группа регуляторов банков, страховых компаний и компаний по ценным бумагам из разных стран Joint Forum on Financial Conglomerates приняла ряд консультативных документов, касающихся регулирования финансовых конгломератов. Два основных вопроса - определение величины капитала и основного регулятора lead regulator. Были разработаны неформальные принципы регулирования финансовых конгломератов.³

¹ International Financial Market Regulation. Ed. By B.Steil. L., 1994, p.206.

² В рамках ЕС вопрос о достаточности капитала компаний по ценным бумагам успешно решен принятием соответствующей директивы.

³ Текст доклада о принципах регулирования финансовых конгломератов см. сайты ИОСКО <http://www.iosco.org> или БМР <http://www.bis.org>