ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

АМЕРИКАНСЬКЕ АГЕНТСТВО З МІЖНАРОДНОГО РОЗВИТКУ

МАТЕРІАЛИ ДО КРУГЛОГО СТОЛУ "НОВІ ОРІЄНТИРИ ТА ШЛЯХИ ПОДАЛЬШОГО РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ"

Червень 2000 року

Підготовлено за технічної підтримки Financial Markets International, Inc.
USAID Financial Markets and Corporate Governance Advisors

КИЇВ
2000

А

FMI

Financial Markets International, Inc.
USAID Financial Markets and Corporate Governance Advisors
34/33 Ivana Franka St., Kyiv, 01030, Ukraine Tel 011 380 44 246-5597, 462-0589/91/92/93 95, fax 246-5598

CONTENTS

of the Materials for the Closed Roundtable "New Perspectives and Ways of Further Development of the Securities Market in Ukraine"

June 27, 2000

Resolution of the Verkhovna Rada as of September 22, 1995 #342/95-VR "On the Concept of Functioning and Development of the Stock Market of Ukraine".....4

Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine as of January 30, 1996 #140 "On the Measures on Development of the Stock Market and Improvement of its State Regulation".....14

Decree of the President of Ukraine as of June 19, 1998 #275/98-rp "On the Measures to Expedite Development of the Stock Market of Ukraine".....16

Decree of the President of Ukraine as of October 30, 1999 #1415/99 "On Main Directions of the Stock Market Development in Ukraine in Year 2000".....18

Instruction of the Cabinet of Ministers of Ukraine as of April 12, 2000 #179-r (that approves "The Measures on Realization of the Main Directions of the Stock Market Development in Ukraine in Year 2000").....21

Decree of the President of the Russian Federation as of July 1, 1996 #1008 "On Approval of the Concept of Securities Market Development in the Russian Federation".....26

Recommendations of parliamentary hearings "On the State Program of Securities Market Development", Moscow, June 6, 2000 52

7735 Old Georgetown Road Suite 310 Bethesda, Maryland 20814 301 215-7840 Fax 301 215-7838

Conceptual Basics of Securities Market Development in Russia. Stages and Objectives. *National Association of Stock Market Participants. Russian Trading System. March 2000*.....62

Program of the Securities Market Development in the Russian Federation. National Stock Association (NSA), Moscow, 2000.....101

Scenarios of Stock Market Development. Attachment to the Program of Securities Market Development in the Russian Federation (NSA).....151

Key Ideas of Stock Market Development. Yakov Mirkin, Head of Securities and Stock Business Department of Financial Academy 169

Complex Program of the Securities Market Development in Kyrgyz Republic for 1991-2001.....178

Nine recommendations of the Group of 30 (G30) 202

Comments of James Miller, Vice President of Securities Brokerage Services, inc. New-York to the recommendations of the Croup of 30 203

Objectives and Principles of Securities Market Regulation. IOSCO report. September, 1998 224

Attachment:

European Code of Conduct during Carrying Out Transactions with Transferable Securities

European Council Directives (80/390/EEC; 82/121/EEC; 82/148/EEC; 87/345/EEC; 90/211/EEC; 77/534/EEC; 90/C42/06; 88/220/EEC)

Letter from the Deputy Head of the State Property Fund of Ukraine S. Ledomska "Regarding Concept of Securities Market Development in Ukraine-2000"

ЗМІСТ

Постанова Верховної Ради України від 22 вересня 1995 року N 342/95-ВР "Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України"……...4

Постанова Кабінету Міністрів України від 30 січня 1996 р. N 140 "Про заходи щодо розвитку фондового ринку та вдосконалення його державного регулювання"……14

Розпорядження Президента України від 19 червня 1998 року N 275/98-рп "Про заходи щодо прискорення розвитку фондового ринку України"……16

Указ Президента України 30 жовтня 1999 року N 1415/99 "Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році"...……18

Розпорядження Кабінету Міністрів України від 12 квітня 2000 р. № 179-р. (що затверджує "Заходи щодо реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році")……21

Указ Президента Российской Федерации от 1 июля 1996 г. N 1008 "Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации"……26

Рекомендации парламентских слушаний «О государственной программе развития рынка ценных бумаг», г. Москва, 6 июня 2000 г……..52

Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России. Этапы и актуальные задачи. *Национальная ассоциация участников фондового рынка. Российская Торговая Система. Март 2000г*……...60

Программа развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Национальная фондовая ассоциация (НФА), г. Москва, 2000 г……..101

Сценарии развития фондового рынка. Приложение к Программе развития рынка ценных бумаг Российской Федерации (НФА)……..151

Ключевые идеи развития фондового рынка. *Яков Миркин, заведующий кафедрой ценных бумаг и биржевого дела Финансовой академии*……169

Комплексная программа развития рынка ценных бумаг Кыргызской Республики на период 1999-2001 годы……...178

Девять рекомендаций "Группы тридцати" (G30) ……...202

Комментарии Джеймса Миллера, вице-президента компании Securities Brokerage Services, Inc. Нью-Йорк, к рекомендациям группы G30……203

“Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів”. Звіт Міжнародної Організації Комісій з Цінних Паперів (IOSCO). Вересень, 1998 року.....224

Додаток:

Европейский Кодекс поведения при осуществлении сделок с передаваемыми ценными бумагами

Директивы Европейского Сообщества (80/390/EEC; 82/121/EEC; 82/148/EEC; 87/345/EEC; 90/211/EEC; 77/534/EEC; 90/C42/06; 88/220/EEC)

Лист заступника Фонду державного майна України С.Лєдомської “Щодо Концепції розвитку ринку цінних паперів України 2000”

ПОСТАНОВА ВЕРХОВНОЇ РАДИ УКРАЇНИ

Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України

Верховна Рада України п о с т а н о в л я є:

1. Схвалити Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України.

2. Постійній Комісії Верховної Ради України з питань економічної політики та управління народним господарством разом з Кабінетом Міністрів України та з урахуванням зауважень і пропозицій постійних комісій Верховної Ради України, народних депутатів України доопрацювати пакет проектів законодавчих актів з питань функціонування та розвитку фондового ринку України відповідно до Концепції і внести на розгляд Верховної Ради України.

Голова Верховної Ради України **О. МОРОЗ**

м. Київ, 22 вересня 1995 року
N 342/95-ВР

СХВАЛЕНА
Постановою Верховної Ради України
від 22 вересня 1995 року

КОНЦЕПЦІЯ
функціонування та розвитку фондового ринку України

Основні принципи фондового ринку

Ця Концепція визначає головну мету та основні принципи функціонування і розвитку фондового ринку (ринку цінних паперів) України.

Головна мета Концепції - це становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки.

Процеси реформування власності супроводжуються структурною перебудовою економіки і зумовлюють створення фондового ринку, як складової частини ринкових відносин, що забезпечує вільний обіг коштів у формі цінних паперів. Фондовий ринок має сприяти обігу та раціональному розміщенню фінансових ресурсів, дає можливість самостійно оцінювати ефективність управління підприємством, створює умови для добросовісної конкуренції та обмеження монополізму.

Створення ринку цінних паперів України вимагає врахування відомих загальносвітових принципів та стандартів функціонування фондового ринку.

Для того, щоб фондовий ринок України став ефективним механізмом обігу цінних паперів, сприяв економічному розвитку і забезпечував належні умови для інвестицій та надійний захист інтересів, його створення та подальше функціонування повинно будуватися на таких принципах:

соціальна справедливість - забезпечення створення рівних можливостей та спрощення умов доступу інвесторів та позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів;

надійність захисту інвесторів - створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку та забезпечення захисту їх майнових прав;

регульованість - створення гнучкої і ефективної системи регулювання фондового ринку;

контрольованість - створення надійно діючого механізму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів;

ефективність - максимальна реалізація потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки, що сприятиме забезпеченню її прогресу та задоволенню життєвих потреб населення;

правова упорядкованість - створення розвиненої правової інфраструктури забезпечення діяльності фондового ринку, яка чітко регламентує правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів;

прозорість, відкритість - забезпечення надання інвесторам повної і доступної інформації, що стосується умов випуску та обігу на ринку цінних паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації суб'єктів фондового ринку;

конкурентність - забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найбільш вигідне залучення вільних фінансових ресурсів та встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умов контролю дотримання правил добросовісної конкуренції учасниками фондового ринку.

Цілісність ринку забезпечується функціонуванням єдиної біржової системи, що діє під егідою Національної фондової біржі, систем Національного депозитарію та клірингу (розрахунків) по цінних паперах. Принцип цілісності потребує впровадження єдиних основних правил щодо ціноутворення на ринку цінних паперів на всій території України.

Система регулювання фондового ринку

З метою впорядкування фондового ринку та підвищення дисциплінованості його учасників, підтримання довіри до фондового ринку та його динамічного розвитку держава здійснює регулювання ринку цінних паперів.

Головним принципом регулювання фондового ринку є першочергова реалізація загальнонаціональних інтересів і забезпечення гарантій та безпеки інвестиційної діяльності в економіці України.

Система регулювання повинна виконувати такі функції:

визначення ключових напрямів фондового ринку та ролі учасників цього ринку;

створення для учасників ринку сприятливого законодавчого та регулюючого оточення;

створення перешкод та встановлення відповідальності за дії, які можуть призвести до дезорганізації ринку, його руйнування, недобросовісної конкуренції та омани інвесторів, маніпулювання цінами та шахрайства з фінансовими ресурсами, в тому числі по довірчих операціях.

Державне регулювання фондового ринку здійснюватиметься шляхом прийняття законодавчих та інших нормативних актів, ліцензування і контролю за діяльністю фондового ринку. З метою забезпечення єдиної державної політики в цій сфері створюється спеціальний державний орган - Комісія з цінних паперів.

У межах своїх повноважень державне регулювання фондового ринку здійснюватимуть також Міністерство фінансів України, Національний банк України, Антимонопольний комітет України, Фонд державного майна України та інші державні органи.

Державне регулювання фондового ринку повинно здійснюватися у таких напрямах:

забезпечення обов'язкового оприлюднювання усієї суттєвої інформації про ринок цінних паперів (умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності, стан управління діяльністю емітентів, обсяг, характер та тенденції в торгівлі цінними паперами тощо);

ліцензування і регулювання діяльності фінансових посередників, у тому числі тих, які займаються довірчою діяльністю на фондовому ринку, нагляд за її здійсненням, встановлення економічних нормативів щодо адекватності власних фінансових ресурсів посередників, обсягу і характеру операцій, що ними проводяться;

нагляд за діяльністю організованих систем торгівлі цінними паперами, встановлення у разі потреби обов'язкових для виконання правил торгівлі, контроль за дотриманням антимонопольного законодавства на ринку цінних паперів;

притягнення до адміністративної та кримінальної відповідальності осіб, які використовують внутрішню інформацію, тобто, яка не була оприлюднена, з метою отримання доходу чи запобігання збиткам по операціях з цінними паперами;

забезпечення прав власників цінних паперів, насамперед пайових (доступ до фінансової звітності емітентів, участь в управлінні (реалізація права голосу, безперешкодне та швидке засвідчення прав власності на цінні папери тощо).

Держава сприятиме встановленню і розвитку ефективної та стабільної системи платежів для обслуговування угод по цінних паперах, доступу на фондовий ринок емітентів незалежно від їх розміру та стартових фінансових можливостей.

Комісія з цінних паперів виконуватиме як функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства про цінні папери та застосування санкцій за його порушення, так і функції регулювання фондового ринку, тобто видання у межах, передбачених законодавством, нормативних актів, що регулюють діяльність учасників фондового ринку, в тому числі банківських установ. Комісія з цінних паперів здійснює нагляд за розміщенням цінних

паперів українських емітентів на міжнародних фондових ринках та емітентів інших держав на українському фондовому ринку.

Певні функції щодо регулювання діяльності учасників фондового ринку та контролю за її здійсненням можуть бути делеговані Комісією з цінних паперів саморегулівним організаціям учасників фондового ринку.

Інструменти фондового ринку

Забезпечення обороту фінансових ресурсів на фондовому ринку здійснюється через цінні папери, які поділяються на такі групи:

пайові цінні папери, за якими емітент не несе зобов'язання повернути кошти, інвестовані в його діяльність, але які засвідчують участь у статутному фонді, надають їх власникам право на участь в управлінні справами емітента і одержання частини прибутку у вигляді дивідендів та частини майна при ліквідації емітента;

боргові цінні папери, за якими емітент несе зобов'язання повернути у визначений термін кошти, інвестовані в його діяльність, але які не надають їх власникам права на участь в управлінні справами емітента;

похідні цінні папери, механізм обігу яких пов'язаний з пайовими, борговими цінними паперами, іншими фінансовими інструментами чи правами щодо них.

Цінні папери можуть бути іменними чи на пред'явника, з вільним чи обмеженим колом обігу у паперовій та іншій матеріалізованій або нематеріалізованій формі (у формі записів на рахунках у системі електронного обігу цінних паперів). Переважна більшість цінних паперів повинна випускатися у нематеріалізованій формі.

Учасники фондового ринку

Учасниками фондового ринку є:

емітенти цінних паперів - юридичні і у випадках, передбачених законодавством, фізичні особи, які від свого імені випускають цінні папери і зобов'язуються виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску. Цінні папери випускаються з метою залучення фінансових ресурсів для свого розвитку. Емітентом цінних паперів може бути також держава в особі своїх органів та органи місцевого самоврядування, які можуть випускати цінні папери для задоволення потреб у фінансуванні видатків відповідних бюджетів та окремих проектів;

інвестори - фізичні та юридичні особи, в тому числі інституціональні інвестори (інвестиційні фонди, довірчі товариства, пенсійні фонди, страхові компанії тощо), які мають вільні кошти і бажають вкласти їх в цінні папери з метою одержання від вкладених коштів доходу (відсотків) чи з метою збільшення ринкової вартості цінних паперів;

посередники - юридичні особи, діяльність яких тісно пов'язана з наданням професійних послуг щодо опосередкування діяльності на фондовому ринку емітентів та інвесторів;

держава, яка шляхом прийняття законодавчих актів та створення відповідних державних органів визначає умови правового регулювання діяльності фондового ринку з метою підтримання його ефективного функціонування і захисту його учасників.

Учасники фондового ринку на добровільних засадах можуть об'єднуватися у саморегулівні організації, які набувають статусу саморегулівних за умови державної реєстрації.

Саморегулівні організації самостійно визначають умови діяльності своїх учасників шляхом встановлення мінімальних стандартів поведінки та етики, стандартів щодо операцій на фондовому ринку, встановлення і дотримання правил чесної і справедливої діяльності. Держава сприятиме створенню таких саморегулівних організацій учасників фондового ринку.

Забезпечення обігу цінних паперів

Ефективне функціонування фондового ринку та зниження собівартості операцій, що здійснюються на ньому, залежать від досягнення вироблених світовим досвідом орієнтирів у стандартах щодо клірингу та розрахунків по цінних паперах, реєстрації та перереєстрації.

Розвиток систем клірингу та розрахунків по цінних паперах повинен бути спрямований на зниження властивого цим системам ризику шляхом скорочення терміну між укладенням та реалізацією угод по цінних паперах, забезпечення гарантій їх виконання та встановлення принципу одночасного обміну грошей на цінні папери. Ефективність може бути підвищена шляхом відмови від фізичного переміщення цінних паперів, стимулювання використання, де можливо, систем заліку, а також стандартизованих методів зв'язку і суворих часових рамок виконання операцій.

Конкретними орієнтирами в досягненні світових стандартів є такі кінцеві цілі:

країна повинна мати розвинуту та ефективно діючу систему Національного депозитарію цінних паперів. Крім зберігання цінних паперів, система Національного депозитарію може здійснювати й подальше обслуговування угод по цінних паперах, надавати послуги щодо клірингу, відповідального зберігання, розрахунків і післяторговельного обслуговування цінних паперів та обробки інформації про них (дії емітентів, забезпечення виплати доходу тощо). Депозитарій може як включати систему платежів у свою структуру, так і бути пов'язаним з окремою системою платежів;

створення системи заліку вимог за наявності достатнього обсягу фондового ринку;

усі угоди по цінних паперах повинні виконуватися відповідно до принципу "поставка проти платежу";

мають бути прийняті стандарти Міжнародної організації із стандартизації (ISO) для обігу документів за операціями з цінними паперами та їх нумерації.

Обіг цінних паперів має забезпечуватися системами:

біржової та позабіржової торгівлі цінними паперами;

Національного депозитарію цінних паперів;

заліку вимог (клірингу), які розвиватимуться виходячи з потреб фондового ринку з метою забезпечення своєчасної поставки цінних паперів проти платежу. Для надання процесу грошового клірингу і виконання угод щодо цінних паперів, державного контролю і безпеки, кліринговим (розрахунковим) банком в системі Національного депозитарію має виступати Національний банк України та уповноважені ним установи банківської системи;

швидкого, ефективного та розумно організованого звірення умов угод щодо цінних паперів;

швидкого, безперешкодного та надійного засвідчення (реєстрації) переходу прав власності на цінні папери. Для цього функція реєстрації права власності на цінні папери та його переходу повинна бути відокремлена від емітентів і здійснюватися уповноваженими установами, не залежними від емітентів. Ці ж установи надаватимуть емітентам та акціонерам відомості щодо реєстру власників відповідних цінних паперів.

Система Національного депозитарію

Систему Національного депозитарію становлять Національний депозитарій та його учасники - локальні депозитарії банків, посередники на ринку цінних паперів та спеціалізовані депозитарні установи (реєстратори), регіональні центри сертифікатних аукціонів, які безпосередньо обслуговують учасників фондового ринку.

На першому етапі Національний депозитарій діятиме у вигляді акціонерного товариства, контрольний пакет акцій якого належатиме державі. Він діятиме під її прямим майновим та адміністративним управлінням. На другому етапі - в міру розвитку фондового ринку, але не пізніше ніж через два роки з моменту створення частка держави має бути відчужена іншими учасниками фондового ринку.

Система Національного депозитарію створюється з метою:

запровадження та обслуговування електронного обігу цінних паперів;

нематеріалізації або знерухомлення матеріалізованих цінних паперів та подальшого обслуговування обігу цінних паперів у формі записів на рахунках у системі електронного обігу цінних паперів.

Система Національного депозитарію обслуговує всі види цінних паперів, включаючи іноземні, як в матеріалізованій, так і в нематеріалізованій формі.

Система Національного депозитарію є основою для створення ефективної з низьким рівнем ризику системи виконання угод з цінними паперами.

Система Національного депозитарію може бути клірингoвою та виконавчою системою щодо угод по цінних паперах. Клірингoвим банком щодо грошових коштів для Національного депозитарію є Національний банк України.

Сферою діяльності системи Національного депозитарію є:

стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;

уніфікація документообігу по операціях з цінними паперами і нумерація українських цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;

відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів як у готівковій, так і у безготівковій формі;

реальна поставка чи переміщення з рахунку цінних паперів проти одночасної оплати грошових коштів відповідно до інструкцій клієнтів;

акумулювання доходів (дивідендів, процентних виплат та виплат по погашеннях тощо) по цінних паперах, взятих на обслуговування системою та їх розподіл по рахунках;

регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, взятих на обслуговування системою;

надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;

номінальний утримувач - юридична особа, що зберігає цінні папери від імені та за дорученням власників і здійснює операції з ними від свого імені та за дорученням власників цінних паперів. Ці цінні папери будуть зареєстровані в системі Національного депозитарію на ім'я номінальних власників;

розробка, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем безготівкових рахунків для цінних паперів і грошових виплат, які пов'язані з банківськими та/або з іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі.

Посередники на фондовому ринку

Надзвичайно важливою для швидкого та динамічного розвитку фондового ринку є посередницька діяльність з цінними паперами з метою отримання прибутку. Прибутковість є необхідною для залучення на фондовий ринок інтелектуальних та фінансових ресурсів, а також для здійснення консультацій та досліджень щодо фінансів, покриття ризиків в процесі первинного розміщення та обігу цінних паперів.

Посередницька діяльність по випуску та обігу цінних паперів ліцензується відповідно до чинного законодавства.

Посередниками на фондовому ринку можуть бути:

підприємства, що спеціалізуються на роботі з цінними паперами, здійснюють посередницьку діяльність по випуску та обігу цінних паперів, виконуючи операції на фондовому ринку за дорученням та за рахунок своїх клієнтів (комісійна (брокерська) діяльність), за власний рахунок (комерційна (ділерська) діяльність), за дорученням емітента в процесі первинного розміщення цінних паперів та надаючи інші послуги щодо цінних паперів (інвестиційне консультування, управління портфелями цінних паперів, довірчі операції з цінними паперами, реєстраційні функції тощо). Ці підприємства зобов'язані мати власний капітал, адекватний обсягу їх операцій на фондовому ринку;

банківські установи, які поряд з іншими фінансово-кредитними функціями можуть здійснювати посередницьку діяльність по випуску та обігу цінних паперів, виконуючи операції на фондовому ринку за власний рахунок, за дорученням і за рахунок своїх клієнтів, здійснюючи реєстраційні функції, довірчі операції з цінними паперами та надаючи позики, пов'язані з цінними паперами. Мають бути розширені можливості банків щодо інвестування в цінні папери з одночасним забезпеченням захисту вкладників банків через економічні нормативи, встановлені для комерційних банків;

інвестиційні компанії, які поєднують функції фінансового посередника на ринку цінних паперів та інституційного інвестора, тобто інвестора, для якого інвестування в цінні папери є основним джерелом доходу та невід'ємною частиною діяльності. Взаємні фонди інвестиційної компанії акумулюють кошти інвестора для спільного інвестування в цінні папери, діючи за рахунок і в інтересах осіб, які придбавають їх цінні папери. Інвестиційні компанії виступають для інших інституційних інвесторів інвестиційними менеджерами і консультантами, формують їх активи в цінних паперах, організовують нарахування та сплату доходів по цінних паперах.

Для здійснення своєї діяльності посередники можуть об'єднуватися у добровільні об'єднання, у тому числі фондові біржі.

Посередники фондового ринку здійснюють операції як на біржовому, так і на позабіржовому ринку цінних паперів.

Біржовий ринок цінних паперів

Формуванню максимально справедливої ціни на цінні папери повинна сприяти діяльність фондових бірж, на яких через процедуру лістингу, механізм біржових торгів визначатиметься єдине котирування цінних паперів, що має підвищувати довіру інвесторів до них.

Виходячи з потреб розвитку фондового ринку України та відповідно до діючого законодавства можуть бути створені нові фондові біржі.

Фондові біржі - спеціалізовані установи, які створюють умови для постійно діючої централізованої торгівлі цінними паперами шляхом об'єднання попиту, пропозицій на них, надання місця та системи і засобів як для первинного розміщення, так і для вторинного обігу цінних паперів, що мають працювати за єдиними правилами та за єдиною технологією електронного обігу цінних паперів, що провадить Національна фондова біржа.

Членом фондової біржі може стати будь-який посередник на ринку цінних паперів, який дотримує і виконує вимоги, встановлені статутом і правилами фондової біржі.

Цінні папери, допущені до котирування на фондовій біржі, повинні обслуговуватися системою Національного депозитарію.

Держава контролюватиме чесність та справедливість правил фондових бірж та процедур лістингу для учасників фондового ринку, відповідність засобів організації та підтримки торгівлі меті ефективного розкриття цін на цінні папери, сприятиме уніфікації біржових правил.

На етапі приватизації майна державних підприємств через фондові біржі може відбуватися первинне розміщення тієї частки акцій найбільших підприємств, що реалізується за грошові кошти, для визначення через котирування ринкової вартості акцій.

Держава через фондові біржі може здійснювати розміщення державних цінних паперів.

Позабіржовий ринок цінних паперів

З метою максимального розвитку фондового ринку в інтересах інвесторів та емітентів окремих регіонів, сприяння залученню фінансових ресурсів для підприємств, створення сприятливих умов для розвитку технологій та виробництв, диверсифікації напрямів підприємницької діяльності у регіонах, створення фондової інфраструктури, здатної в процесі роздержавлення у короткі терміни реформувати власність у напрямі залучення інвесторів, необхідно, щоб поряд з біржовим ринком цінних паперів розвивався цивілізований позабіржовий ринок цінних паперів.

На позабіржовому ринку цінних паперів утворюються торгово-інформаційні системи установ, створених на певних умовах саморегулівними організаціями чи посередниками для організованого продажу цінних паперів, метою яких є упорядкування цього ринку, підвищення його ефективності та прозорості. Ці торгово-інформаційні системи для організації своєї діяльності можуть використовувати потужності інших діючих торговельних систем, у тому числі товарних бірж.

Позабіржовий ринок сприятиме розвитку послуг інвестиційного консультування і управління портфелями цінних паперів, що наближатиме фондовий ринок, у першу чергу, до дрібного інвестора та його інтересів.

Фондовий ринок та приватизація

Приватизація повинна стати одним з основних джерел появи в країні цінних паперів в процесі розвитку фондового ринку. В ході масової приватизації має утворитися найширший прошарок акціонерів, а підприємства, що були державною власністю, повинні використовувати вільні фінансові ресурси фондового ринку, знявши з держави тягар фінансової підтримки.

Передувати формуванню більш об'ємного ринку цінних паперів має перетворення великих і середніх державних підприємств у відкриті акціонерні товариства. В свою чергу, в процесі приватизації мають ширше використовуватися можливості інфраструктури фондового ринку (розміщення акцій через фондові біржі, залучення до поширення акцій торговців цінними паперами тощо).

Акціонерні товариства, створені у процесі приватизації, з самого початку діяльності повинні орієнтуватися на стандарти випуску акцій у нематеріалізованій формі. Необхідне відокремлення функції ведення реєстрації зміни права власності на акції відкритих акціонерних товариств та передачі її незалежним уповноваженим особам. Реєстри акціонерів найбільших підприємств-монополістів мають перейти в системи Національного депозитарію.

Система ведення продажу акцій в процесі приватизації повинна будуватися з урахуванням можливості її подальшого залучення у системи біржової та позабіржової торгівлі цінними паперами. Комп'ютерна мережа, Національна мережа центрів сертифікатних аукціонів, створені у процесі приватизації, повинні органічно ввійти в систему фондового ринку, особливо позабіржового ринку цінних паперів.

На етапі первинного розміщення акцій підприємств, що приватизуються, використання клірингово-розрахункової та депозитарної інфраструктури фондового ринку допоможе здійснити органічний перехід до вторинного обігу цих цінних паперів на фондовому ринку.

Оподаткування і страхування на фондовому ринку

На першому етапі функціонування та розвитку фондового ринку України повинні бути забезпечені законодавством гарантії безоподатковуваного режиму переходу вітчизняних та іноземних інвестицій в акції, облігації та інші цінні папери відкритих акціонерних товариств, створених в процесі приватизації, а також пільгове оподаткування діяльності на фондовому ринку, виключення подвійного оподаткування дивідендів, інших доходів від діяльності з цінними паперами.

У процесі становлення і розвитку українського національного ринку цінних паперів пільгове оподаткування діяльності на фондовому ринку і доходності від цінних паперів повинно встановлюватися у пріоритетних галузях економіки, що мають загальнонаціональне значення.

Страхування ризиків на фондовому ринку повинно забезпечувати в першу чергу емісійну діяльність відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації як через інституціональних інвесторів (інвестиційних страхових і пенсійних фондів і компаній), так і індивідуальних інвесторів, громадян України та інших країн світу, які власні заощадження інвестують в українські цінні папери.

Інформаційне, технічне та кадрове забезпечення фондового ринку

Для забезпечення достатньої прозорості фондового ринку повинно забезпечуватися широке інформування про доходність операцій з цінними паперами та ризики, пов'язані як з емітентами, так і з діяльністю посередників на фондовому ринку.

Ця інформація забезпечуватиметься шляхом встановлення процедур та стандартів розкриття інформації про емісії цінних паперів, емітентів, ціни та обсяги торгівлі цінними паперами. Подавати таку інформацію повинні емітенти, посередники, системи біржової та позабіржової торгівлі, Комісія з цінних паперів через офіційні та спеціальні видання.

Держава сприятиме впровадженню передових технологій, необхідних для підтримки ринку цінних паперів.

Для кадрового забезпечення функціонування фондового ринку в Україні повинна бути створена система підготовки вітчизняних фахівців.

Місце національного фондового ринку на світовому ринку капіталів

Фондовий ринок України має стати складовою частиною світового ринку фінансових ресурсів, надаючи іноземним інвесторам надійний механізм для здійснення портфельних інвестицій в економіку України.

Необхідною передумовою для цього має стати налагодження мережі підприємств, які спеціалізуватимуться на роботі з цінними паперами, фондових бірж та системи Національного депозитарію, пов'язаних з ефективною системою платежів. Національний депозитарій повинен увійти в міжнародну мережу центральних депозитарних установ торгових систем і міжнародних організацій з стандартизації для забезпечення представництва суб'єктів фондового ринку України на світовому ринку.

Необхідно встановити жорстку процедуру допуску цінних паперів іноземних емітентів на національний фондовий ринок, яка б забезпечувала захист внутрішнього інвестора. Для захисту інвесторів під час здійснення операцій з іноземними цінними паперами необхідно розвивати контакти і співробітництво з іноземними регулюючими і контролюючими органами з цінних паперів.

П О С Т А Н О В А
Кабінету Міністрів України
від 30 січня 1996 р. N 140
Київ

Про заходи щодо розвитку фондового ринку та вдосконалення його державного регулювання

Відзначити, що зростання обсягу операцій на ринку цінних паперів України не в повній мірі забезпечується розробкою надійних ринкових регуляторів, механізмів його контролю.

Недостатнім є рівень організаційної оформленості біржового і позабіржового ринків цінних паперів. Нині законодавчо не врегульовано створення таких важливих інститутів вторинного ринку, як саморегулівні організації, депозитарні та клірингово-розрахункові установи. Загострилася проблема ведення реєстрів акціонерів акціонерних товариств незалежними установами.

Темпи формування фондового ринку та створення необхідної для його обслуговування інфраструктури відстають від темпів проведення приватизації.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка повинна здійснювати комплексні організаційно-правові заходи щодо регулювання ринку цінних паперів України, не має достатніх повноважень, оскільки функції регулювання та контролю розпорошені між різними міністерствами та відомствами.

Недостатньо розроблені і задіяні механізми захисту інвесторів, як вітчизняних, так і іноземних, від можливих фінансових втрат на фондовому ринку, що гальмує залучення інвестицій в економіку України.

Більшість вітчизняних торговців цінними паперами не мають достатніх власних капіталів і технічних можливостей, необхідних для обслуговування первинного та, тим більше, вторинного ринку.

В умовах недостатнього розвитку та організаційної неоформленості вторинного ринку спостерігається тенденція відтоку значних пакетів акцій інвестиційно привабливих об'єктів до іноземних інвесторів.

З метою подальшого розвитку ринкових реформ, вдосконалення контролю держави за розвитком фондового ринку та реалізації Концепції функціонування і розвитку фондового ринку України, схваленої Верховною Радою України, Кабінет Міністрів України п о с т а н о в л я є:

1. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку в межах її компетенції протягом першого півріччя 1996 року:

затвердити нормативно-методичні документи з питань вимог майнового і фінансового стану учасників ринку цінних паперів (банків, емітентів, фінансових посередників), їх фінансової звітності відповідно до міжнародних стандартів;

підготувати разом з Антимонопольним комітетом пропозиції про розмежування повноважень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Антимонопольного комітету з питань контролю за діяльністю на ринку цінних паперів;

забезпечити розробку єдиних стандартів і правил функціонування фондових бірж та позабіржових торгово-інформаційних систем (мереж) та їх взаємодію з інфраструктурними інститутами;

виступити засновником друкованого засобу масової інформації з питань функціонування фондового ринку;

разом з Фондом державного майна забезпечити створення умов для розвитку ринкових інституційних утворень (депозитарії, розрахунково-клірингові установи, незалежні реєстратори тощо).

Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку разом з Агентством координації міжнародної технічної допомоги погодити у двомісячний термін напрями отримання міжнародної технічної допомоги, що надається Україні іноземними державами для забезпечення формування ринку капіталів відповідно до світового досвіду.

2. Фонду державного майна, Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерству фінансів забезпечити до травня 1996 р. перевірку дотримання вимог законодавства щодо ведення реєстрів акціонерів акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, та подати Кабінетові Міністрів України матеріали за результатами перевірки.

3. Антимонопольному комітету, Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, Фонду державного майна, Міністерству фінансів розробити і затвердити порядок обміну інформацією, необхідною для аналізу економічної концентрації на ринку цінних паперів і недопущення формування монопольних утворень.

4. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерству фінансів, Фонду державного майна разом з іншими заінтересованими міністерствами і відомствами вжити заходів до підготовки і проведення перереєстрації протягом 1996 року фінансових посередників і підготувати пропозиції про внесення у разі потреби відповідних змін до актів законодавства з цих питань.

5. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерству фінансів, Фонду державного майна, Антимонопольному комітету, Міністерству економіки, Міністерству юстиції разом з Національним банком у двотижневий термін подати пропозиції про створення міжвідомчої групи для опрацювання законодавчих та інших нормативних актів з питань розвитку фондового ринку.

Прем'єр-міністр України **Є.МАРЧУК**

Перший заступник
Міністра Кабінету Міністрів України **М.СЕЛІВОН**

Р О З П О Р Я Д Ж Е Н Н Я
ПРЕЗИДЕНТА УКРАЇНИ

Про заходи щодо прискорення розвитку фондового ринку України

З метою сприяння прискоренню формування в Україні цілісного та інвестиційно привабливого фондового ринку, подальшої його інтеграції у європейський та світовий фондові ринки:

1. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку за участю Національного банку України у двомісячний строк:

подати проекти законів України про регулювання випуску та обігу похідних цінних паперів та про оподаткування операцій на ринку цінних паперів;

розробити організаційно-технічні заходи щодо створення Національної депозитарної системи та системи моніторингу фондового ринку України і подати їх на розгляд Президентові України.

2. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку разом з Національним агентством з питань інформатизації при Президентові України за участю Національного банку України розробити та подати у тримісячний строк пропозиції щодо створення міжвідомчої інформаційної мережі та системи передачі даних на фондовому ринку України.

3. Кабінету Міністрів України вживати заходи до укладання угод з іноземними кредитними установами та міжнародними фінансовими організаціями про додаткове залучення коштів для прискорення створення Національної депозитарної системи та інших елементів інфраструктури фондового ринку України.

4. Погодитися з пропозицією Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про створення при Комісії установи, на яку, зокрема, покладатиметься організаційне, технічне та ресурсне забезпечення створення та функціонування Національної депозитарної системи та інших елементів інфраструктури фондового ринку України.

5. Фонду державного майна України забезпечити завершення передачі у підпорядкування Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку національної мережі центрів сертифікатних аукціонів у тримісячний строк після закінчення сертифікатної приватизації.

6. Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку:

подати у місячний строк проект Указу Президента України про внесення змін до Указу Президента України від 14 лютого 1997 року N 142 "Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку", спрямованих на підвищення ефективності взаємодії Комісії з Кабінетом Міністрів України, вдосконалення управління центральним апаратом та територіальними органами Комісії, умов та системи оплати праці її працівників, а також

порядку опублікування рішень Комісії та спільних з іншими державними органами актів:

щоквартально інформувати Президента України про стан розвитку фондового ринку України.

Президент України **Л.КУЧМА**

м. Київ, 19 червня 1998 року
N 275/98-рп

У К А З ПРЕЗИДЕНТА УКРАЇНИ

Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році

З метою прискорення економічних реформ, залучення та раціонального розміщення інвестиційних ресурсів на конкурентних засадах, удосконалення обігу цінних паперів та забезпечення захисту прав інвесторів на фондовому ринку п о с т а н о в л я ю:

1. Затвердити Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році (додається).

2. Кабінету Міністрів України розробити разом з Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку та затвердити заходи щодо реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році.

Президент України **Л.КУЧМА**

м. Київ, 30 жовтня 1999 року
N 1415/99

ЗАТВЕРДЖЕНО
Указом Президента України
від 30 жовтня 1999 року N 1415/99

ОСНОВНІ НАПРЯМИ
розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році

1. Основними напрямами розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році визначити:

розбудову інфраструктури фондового ринку;
запровадження системи моніторингу фондового ринку;
стабілізацію ринку облігацій внутрішніх державних позик;
вдосконалення системи захисту прав інвесторів;
розвиток нормативно-правової бази;
інформування та підвищення знань населення з питань функціонування фондового ринку.

2. Розбудова інфраструктури фондового ринку передбачає:

запровадження стандартів діяльності професійних учасників фондового ринку щодо обліку прав власності на цінні папери на основі подальшого розвитку Національного депозитарію України і клірингового депозитарію, запровадження сучасних фінансових та інформаційних технологій;

створення ф'ючерсних та опціонних підрозділів бірж з торгівлі деривативами, базовими активами яких є валюта, цінні папери і товари матеріально-технічного призначення;

спрощення порядку створення акціонерних товариств шляхом об'єднання процедур їх державної реєстрації, реєстрації інформації про випуск цінних паперів цих товариств та реєстрації випуску цінних паперів цих товариств;

сприяння створенню та функціонуванню саморегулівних організацій, що об'єднують професійних учасників ринку цінних паперів, які працюють з дрібними інвесторами;

впровадження системи кодифікації цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів.

3. Запровадження системи моніторингу фондового ринку здійснюється шляхом створення:

інформаційної бази звітності емітентів цінних паперів з метою забезпечення розкриття та оприлюднення інформації відповідно до міжнародних стандартів;

єдиної інформаційної бази щодо угод з цінними паперами, зокрема для обчислення індексів та макроекономічних показників фондового ринку;

бази даних щодо правопорушень на ринку цінних паперів.

4. Стабілізація ринку облігацій внутрішніх державних позик вимагає:

утримання темпів росту заборгованості за облігаціями внутрішньої державної позики в обігу на рівні, не вищому за темпи зростання внутрішнього валового продукту;

запровадження дострокового викупу на погашення державних облігацій на вторинному ринку в межах оперативного касового планування;

запровадження механізму доступу небанківських фінансових установ до первинного ринку облігацій внутрішньої державної позики;

впровадження ідентифікації державних облігацій у міжнародній системі шляхом присвоєння облігаціям внутрішньої державної позики ідентифікаційного номера ISIN;

запровадження реєстрації облігацій внутрішньої державної позики в Eurocler/CEDEL з метою підвищення привабливості державних облігацій.

5. Вдосконалення системи захисту прав інвесторів полягає у:

забезпеченні документарного підтвердження права кожного громадянина України, який брав участь у приватизації державного майна, на частку власності, отриману під час приватизації;

сприянні створенню та функціонуванню громадських організацій з питань захисту прав інвесторів;

забезпеченні прозорості ринку цінних паперів через оприлюднення інформації про діяльність учасників фондового ринку.

6. Розвиток нормативно-правової бази потребує:

прискорення прийняття законів України "Про похідні цінні папери" "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)", "Про недержавні пенсійні фонди", "Про особливості обігу векселів в Україні", нової редакції Закону України "Про цінні папери і фондову біржу", внесення відповідних змін до Закону України "Про господарські товариства";

удосконалення норм та правил обігу та обліку похідних цінних паперів;

врегулювання питань залучення іноземних інвестицій в Україну шляхом випуску депозитарних розписок;

удосконалення механізму захисту дрібних акціонерів і кредиторів у процесі використання інсайдерської інформації;

удосконалення правил діяльності інститутів спільного інвестування;

удосконалення правил обліку векселів для запобігання зловживанням на ринку векселів.

7. Інформування та підвищення знань населення з питань функціонування фондового ринку передбачає:

проведення роз'яснювальної роботи з населенням;

підвищення кваліфікації професійних учасників фондового ринку, в тому числі із залученням коштів міжнародних організацій;

проведення наукових семінарів та конференцій, присвячених проблемним питанням фондового ринку, зокрема ринку похідних фінансових інструментів;

проведення телевізійних та радіопрограм у діалоговому режимі;

оперативне оприлюднення інформації про зміни у законодавстві з питань функціонування фондового ринку з використанням сучасних інформаційних технологій;

опублікування результатів наукових досліджень на фондовому ринку.

Глава Адміністрації
Президента України **М.БІЛОБЛОЦЬКИЙ**

КАБІНЕТ МІНІСТРІВ УКРАЇНИ
РОЗПОРЯДЖЕННЯ
від 12 квітня 2000 р. № 179-р
Київ

На виконання Указу Президента України від 20 жовтня 1999 р. №1415 "Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році" затвердити заходи щодо реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році, що додаються.

Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, Мінфіну, Фонду державного майна щокварталу, до 15 числа місяця, що настає за звітним кварталом, інформувати Кібінет Міністрів України про стан виконання заходів, затверджених цим розпорядженням.

Прем'єр-міністр України **В. ЮЩЕНКО**

ЗАТВЕРДЖЕНО
розпорядженням Кабінету Міністрів України
від 12 квітня 2000 р. № 179-р

ЗАХОДИ
щодо реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році

Захід	Виконавець	Термін виконання
Розбудова інфраструктури фондового ринку		
1. Встановлення норм та правил обліку цінних паперів	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку разом з Національним банком	I квартал
2. Розроблення та затвердження стандартів депозитарного обліку цінних паперів	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Національний депозитарій	травень
3. Встановлення вимог до створення та функціонування ф'ючерсних та опціонних підрозділів бірж з торгівлі деривативами	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Мінекономіки разом з Національним банком	червень
4. Встановлення правил торгівлі фондовими, валютними і товарними деривативами на організаційно оформлених ринках	- " -	- " -

Захід	Виконавець	Термін виконання
5. Спрощення порядку реєстрації інформації про випуск цінних паперів акціонерних товариств та реєстрації випуску цінних паперів цих товариств	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	I квартал
6. Підготовка проектів законів України про внесення змін до відповідних законодавчих актів щодо удосконалення порядку державної реєстрації акціонерних товариств	- " -	- " -
7. Інформування населення та професійних учасників ринку цінних паперів про завдання та функції саморегулівних організацій	- " -	протягом року
8. Вивчення питання про можливість делегування повноважень Державної комісії цінних паперів та фондового ринку, передбачених законодавчими актами, саморегулівним організаціям, що об'єднують професійних учасників ринку цінних паперів, які працюють з дрібними інвесторами	- " -	листопад
9. Встановлення порядку кодифікації цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів	- " -	I квартал
10. Організація запровадження кодифікації цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів	Національний депозитарій Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	II - IV квартал
Запровадження системи моніторингу фондового ринку		
11. Розроблення та затвердження нової редакції Положення про надання регулярної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	I квартал
12. Розроблення та затвердження нової редакції Положення про порядок надання особливої інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій	- " -	- " -
13. Створення інформаційної бази звітності емітентів цінних паперів	- " -	III квартал
14. Проведення науково-практичної конференції із залученням професійних учасників ринку цінних паперів, саморегулівних організацій з метою визначення обсягу та структури інформації, необхідної для створення бази даних про угоди щодо цінних паперів та обчислення індексів і макроекономічних показників фондового ринку	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Мінекономіки Національний депозитарій	липень
15. Визначення переліку макроекономічних показників фондового ринку та розроблення методики їх обчислення	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Мінекономіки	серпень
16. Запровадження обліку методик обчислення індексів фондового ринку	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	вересень
17. Створення єдиної інформаційної бази про угоди щодо цінних паперів	- " -	III квартал
18. Створення бази даних про учасників ринку цінних паперів, що порушили законодавство в галузі цінних паперів та фондового ринку	- " -	IV квартал

Захід	Виконавець	Термін виконання
Стабілізація ринку облігацій внутрішніх державних позик		
19. Забезпечення здійснення внутрішніх державних запозичень у межах, передбачених Державним бюджетом України на 2000 рік	Мінфін разом з Національним банком	протягом року
20. Запровадження дострокового викупу та погашення державних облігацій на вторинному ринку в межах оперативного касового планування шляхом резервував коштів передбачених державним бюджетом на управління державним боргом, та укладення договорів для проведення операцій з дострокового викупу державних облігацій	Мінфін Головне управління Державного казначейства разом з Національним банком	- " -
21. Розроблення та затвердження Порядку та умов здійснення торговцями цінними паперами, які не належать до установ банківської системи, операцій, пов'язаних з розміщенням та погашенням облігацій внутрішніх державних позик	Мінфін Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку разом з Національним банком	І квартал
22. Розроблення та затвердження нормативно-правових актів щодо запровадження ідентифікації державних облігацій в міжнародній системі шляхом присвоєння облігаціям внутрішньої державної позики ідентифікаційного кода ISIN	Мінфін разом з Національним банком Національний депозитарій	протягом року
23. Розроблення та затвердження нормативно-правових актів щодо запровадження реєстрації облігацій внутрішньої державної позики в Euroclear/CEDEL	Мінфін Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку разом з Національним банком Національний депозитарій	- " -
Вдосконалення системи захисту прав інвесторів		
24. Внесення змін та доповнень де положень про звітність емітентів та реєстраторів щодо надання інформації про документарне підтвердження права власності акціонерів на частку майна акціонерних товариств, які обрали документарну форму випуску акцій	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	І квартал
25. Сприяння створенню та функціонуванню громадських організацій з питань захисту прав інвесторів	- " -	протягом року
26. Оперативне оприлюднення інформації про діяльність учасників ринку в офіційному друкованому органі та на WEB-сторінці Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку	- " -	- " -
Розвиток нормативно-правової бази		
27. Забезпечення участі висококваліфікованих спеціалістів у доопрацюванні проектів Законів України "Про похідні цінні папери", "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)", "Про недержавні пенсійні фонди", "Про особливості обігу векселів в Україні", "Про цінні папери та фондовий ринок" у новій редакції	- " -	- " -
28. Підготовка проекту Закону України "Про внесення змін	Мін'юст	березень

Захід	Виконавець	Термін виконання
до Закону України "Про господарські товариства"	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	
29. Розроблення та затвердження нормативно-правових актів про діяльність розрахункових установ з клірингу та розрахунків за угодами щодо похідних цінних паперів	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	у шестимісячний термін після набрання чинності Законом України "Про похідні цінні папери"
30. Розроблення та затвердження Порядку випуску опціонних свідоцтв	- " -	- " -
31. Розроблення та затвердження вимог до впровадження та обігу опціонів і ф'ючерсів на організаційно оформлених ринках	- " -	- " -
32. Розроблення та затвердження нормативно-правових актів з питань випуску депозитарних розписок та інших фінансових інструментів на пакети акцій відкритих акціонерних товариств, що перебувають у власності держави з цінних паперів	Фонд державного майна Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	перше півріччя
33. Розроблення та затвердження Положення про захист інвесторів від укладення угод, в яких використовується інсайдерська інформація	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	грудень
34. Удосконалення нормативної бази щодо діяльності інститутів спільного інвестування	- " -	протягом року
35. Удосконалення правил обліку векселів для запобігання зловживанням на ринку векселів	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку разом з Національним банком	- " -
Інформування та підвищення знань населення з питань функціонування фондового ринку		
36. Проведення інформаційно-роз'яснювальної роботи з питань функціонування фондового ринку	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	- " -
37. Розроблення типових програм навчання та атестації учасників фондового ринку	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Український інститут розвитку фондового ринку	III квартал
38. Проведення наукових семінарів та конференцій з проблемних питань фондового ринку	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Міносвіти	протягом року

Захід	Виконавець	Термін виконання
	Український інститут розвитку фондового ринку	
39. Проведення прес-конференцій, брифінгів, "круглих столів" з питань розвитку фондового ринку та захисту прав інвесторів	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Державний комітет інформаційної політики, телебачення і радіомовлення	- " -
40. Оперативне оприлюднення інформації про зміни у законодавстві з питань функціонування фондового ринку та висвітлення зазначених питань з використанням WEB-технологій	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку Український інститут розвитку фондового ринку	- " -
41. Опублікування результатів наукових досліджень на фондовому ринку	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку	- " -

УКАЗ ПРЕЗИДЕНТА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации

В целях осуществления единого государственного подхода к формированию и развитию рынка ценных бумаг в Российской Федерации, обеспечения на рынке сочетания интересов экономической безопасности государства, привлечения инвестиций в промышленность и защиты прав граждан - акционеров и владчиков, а также в соответствии со статьей 80 Конституции Российской Федерации постановляю:

1. Утвердить прилагаемую Концепцию развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации (далее именуется - Концепция).

2. Правительству Российской Федерации и Центральному банку Российской Федерации:

обеспечивать реализацию задач, предусмотренных Концепцией;

в месячный срок привести свои нормативные правовые акты в соответствие с положениями Концепции.

3. Администрации Президента Российской Федерации и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг ежемесячно представлять Президенту Российской Федерации информацию о ходе реализации Концепции.

4.Настоящий Указ вступает в силу со дня его подписания.

Президент Российской Федерации **Б. Ельцин**

Москва, Кремль
1 июля 1996 года
N 1008

УТВЕРЖДЕНА
Указом Президента
Российской Федерации
от 1 июля 1996 г. N 1008

КОНЦЕПЦИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

СОДЕРЖАНИЕ

Раздел I. Анализ развития рынка ценных бумаг
1.Экономическая реформа и рынок ценных бумаг в 1991-1996 годах
2.Правовые основы развития рынка ценных бумаг
3.Основные факторы, определявшие развитие рынка ценных бумаг в 1991-1996 годах
4.Основные сегменты рынка ценных бумаг в 1991-1996 годах
5.Становление и развитие структур фондового рынка

6.Заключительные положения и выводы
Раздел II. Государственная политика на рынке ценных бумаг
1.Основы государственной политики на рынке ценных бумаг
2.Важнейшие принципы государственной политики на рынке ценных бумаг
3.Национальные интересы и рынок ценных бумаг
4.Принципы и структура государственного регулирования рынка ценных бумаг
Раздел III. Стратегия государства на рынке ценных бумаг
1.Цели и задачи государственной политики на рынке ценных бумаг
2.Государство как заемщик на рынке ценных бумаг
3.Кредитно-денежная политика государства и рынок ценных бумаг
4.Раскрытие информации и информационное обеспечение рынка ценных бумаг
5.Налогообложение операций на рынке ценных бумаг
6.Модель и структура рынка ценных бумаг
7.Роль и место саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг
8.Защита интересов государства и субъектов рынка ценных бумаг
Раздел IV. Развитие нормативной правовой базы рынка ценных бумаг
1.Основные принципы развития нормативной правовой базы рынка ценных бумаг
2.Основные направления развития нормативной правовой базы рынка ценных бумаг

Раздел I. Анализ развития рынка ценных бумаг

1. Экономическая реформа и рынок ценных бумаг в 1991-1996 годах

В результате глубоких институциональных реформ Россия достигла значительного прогресса в формировании экономики рыночного типа и создании основных элементов 3-уровневой системы ее финансирования: бюджетное финансирование, банковские кредиты и прямые инвестиции через механизмы рынка капиталов.

С точки зрения мобилизации свободных финансовых ресурсов наиболее высокими темпами развивался рынок государственных ценных бумаг и рынок ценных бумаг коммерческих банков, а также (в 1991-1994 годах) рынок ценных бумаг и суррогатов ценных бумаг, выпускаемых вновь созданными компаниями, включая нелицензированные финансовые компании, привлекавшие средства населения. Таким образом, мобилизация финансовых ресурсов через рынок ценных бумаг государством, банками, а до начала 1995 года и венчурными компаниями приобрела доминирующее значение.

Кроме того, на современном этапе развития экономики сложились основные предпосылки для прямого выхода предприятий на рынок капиталов в целях привлечения инвестиционных ресурсов через выпуск ценных бумаг: существует огромный спрос на капитал со стороны предприятий и в то же время растет спрос на корпоративные бумаги (внешние инвесторы в значительной мере отработали схемы вложения капитала в акции российских предприятий, а

для мобилизации внутренних сбережений определены принципы и подходы к формированию коллективных инвестиций).

Результатом экономических реформ стало быстрое перераспределение доходов, ранее поступавших в государственный бюджет, в пользу предприятий, а от предприятий - к населению. Такое перераспределение доходов явилось неизбежным следствием демократизации хозяйственной жизни, но происходило оно в условиях неразвитости адекватной системы стимулов для инвестиций и системы рыночного формирования и распределения инвестиционных ресурсов (финансового сектора), хотя доля сбережений в доходах как физических, так и юридических лиц осталась высокой.

Однако эти сбережения трансформировались главным образом в такие типы финансовых активов, которые не связаны с финансированием производства: в наличную валюту (население), рост скрытых иностранных активов юридических лиц (бегство капиталов), а начиная с 1994 года - рост вложений в государственные ценные бумаги, доходы от выпуска которых также в основном не связаны с финансированием производства, что отражает прежде всего объективные трудности перехода к новой экономической системе.

С точки зрения формирования отраслевой структуры экономики действие рынка ценных бумаг в 1991-1995 годах заключалось главным образом в мобилизации средств на развитие банковской системы. Эмитенты, представляющие другие сферы экономики (приватизированные предприятия), находились на этапе институциональной реформы и только еще подступали к масштабному привлечению инвестиционных ресурсов через механизмы рынка ценных бумаг.

С точки зрения территориального перераспределения финансовых ресурсов развитие рынка государственных ценных бумаг и выпуск ценных бумаг банками способствовали усилению процессов концентрации финансовых ресурсов в г. Москве и нескольких других крупных финансовых центрах.

К началу 1996 года значительных масштабов достигла практика использования государством финансовых инструментов рынка ценных бумаг по следующим направлениям:

1) выпуск государственных ценных бумаг в целях финансирования дефицита государственного бюджета - государственных краткосрочных обязательств (ГКО), облигаций федерального займа (ОФЗ), облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ),
2) реструктуризация внутреннего валютного долга - выпуск облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ),
3) связывание части свободных денежных средств на основе денежной приватизации (инвестиционные торги и конкурсы, залоговая приватизация).

2. Правовые основы развития рынка ценных бумаг

Развитие рынка ценных бумаг в 1991-1995 годах происходило в условиях, когда отсутствовали определяющие нормативную правовую базу

рынка ценных бумаг федеральные законы: об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг, об инвестиционных фондах. В этих условиях формирование правовой базы рынка ценных бумаг осуществлялось на основе указов Президента Российской Федерации, постановлений Правительства Российской Федерации и ведомственных нормативных актов.

Важной особенностью этого периода, оказавшей негативное влияние на ликвидность рынка, было налогообложение операций с ценными бумагами. К началу 1996 года в результате совместной работы Президента Российской Федерации, палат Федерального Собрания Российской Федерации и Правительства Российской Федерации удалось добиться качественного изменения ситуации: приняты и вступили в силу части первая и вторая Гражданского кодекса Российской Федерации, а также федеральные законы "Об акционерных обществах" и "О рынке ценных бумаг".

Удалось вплотную подойти к принятию уже в 1996 году федеральных законов об инвестиционных фондах и о негосударственном пенсионном обеспечении. Отменен налог на операции с ценными бумагами. Можно ожидать, что к концу 1996 года законодательная база рынка капиталов будет в основном сформирована.

3. Основные факторы, определявшие развитие рынка ценных бумаг в 1991-1995 годах

К основным факторам, определявшим развитие рынка ценных бумаг в 1991-1995 годах, относятся:

а) масштабная приватизация и связанные с ней:

выпуск приватизационных чеков как свободно обращающихся предъявительских ценных бумаг;

выпуск в обращение акций приватизированных предприятий;

б) развитие практики финансирования дефицитов федерального бюджета и бюджетов субъектов Российской Федерации за счет выпуска ценных бумаг, а также реструктуризация внутреннего валютного долга на основе выпуска ценных бумаг;

в) кризис неплатежей и появление в связи с дефицитом в обращении финансовых ресурсов специфических финансовых инструментов - казначейских обязательств, налоговых освобождений и векселей;

г) выпуск ценных бумаг и их суррогатов новыми коммерческими структурами, включая нелицензированные финансовые компании;

д) постепенное открытие доступа эмитируемым в Российской Федерации ценным бумагам на международные рынки капиталов.

4. Основные сегменты рынка ценных бумаг в 1991-1996 годах. Формирование рынка ГКО - ОФЗ

В 1993-1996 годах происходило быстрое развитие рынка государственных долговых обязательств. Помимо позитивного влияния на бюджетный процесс развитие этого рынка также частично способствовало

отвлечению средств вкладчиков, ранее направлявшихся на вложения в ценные бумаги и суррогаты ценных бумаг, выпускавшиеся новыми коммерческими структурами.

К настоящему времени ввиду высокой надежности ГКО - ОФЗ и их доходности, несопоставимой с доходностью других финансовых инструментов, этот сегмент рынка ценных бумаг оказывает доминирующее влияние на ценовую динамику. Острейшей проблемой, без решения которой крайне трудно привлечь средства
на развитие предприятий, является снижение доходности по государственным долговым инструментам.

Ценные бумаги приватизированных предприятий

Масштабная приватизация государственных предприятий привела к появлению на рынке ценных бумаг огромного количества новых финансовых инструментов - акций приватизированных предприятий. Быстрое развитие рынка акций приватизированных предприятий и обеспечивающей его инфраструктуры в сочетании с динамичным развитием рынка государственных и муниципальных ценных бумаг стало фактором вытеснения с рынка высокорискованных ценных бумаг и суррогатов ценных бумаг.

Существует огромный потенциал роста этого сегмента рынка ценных бумаг как на основе повышения курсов акций крупных приватизированных предприятий, уже обращающихся на рынке, так и за счет притока на рынок акций средних и мелких предприятий.

Новые коммерческие структуры, нелицензированные финансовые компании и суррогаты ценных бумаг

Выпуск акций и других ценных бумаг новыми коммерческими структурами показал высокую степень готовности населения к вложению средств в финансовые инструменты рынка ценных бумаг. Вместе с тем значительное количество новых коммерческих структур, активно размещавших свои ценные бумаги на начальном этапе развития рынка, не оправдали ожиданий своих акционеров и вкладчиков. Первые выпуски ценных бумаг в 1991-1992 годах осуществлялись в условиях абсолютно недостаточного развития нормативной правовой базы и неразвитости системы государственного регулирования рынка. Ситуация в этом сегменте рынка предельно обострилась с появлением нелицензированных финансовых компаний, активно привлекавших в 1992-1994 годах средства населения на приобретение не обеспеченных реальными активами ценных бумаг или суррогатов ценных бумаг. Процесс привлечения новых средств вкладчиков в такие рисковые структуры удалось остановить в начале 1995 года, и в настоящее время эта проблема существует главным образом в сфере защиты интересов вкладчиков, передавших свои средства новым коммерческим структурам (в том числе нелицензированным финансовым компаниям) до 1995 года.

Характерной особенностью этого сегмента рынка ценных бумаг стало широкое использование векселей и других квазиденежных инструментов,

выпуск которых отражает стремление эмитентов обойти правовые ограничения и уклониться от государственного регулирования, связанного с выпуском классических финансовых инструментов рынка ценных бумаг.

Негативные события 1992-1995 годов, являющиеся в значительной мере типичными для всех возникающих рынков ценных бумаг, имели и положительный эффект: изменилось отношение населения к рискованным инвестициям. Сегодня только 4 процента населения готовы вкладывать сбережения в такие финансовые инструменты рынка.

5. Становление и развитие структур фондового рынка

За период с 1992 по 1996 год высокими темпами развивались все типы посредников на рынке ценных бумаг. К настоящему времени с точки зрения количества и уровня специализации структур фондового рынка Россия уже вполне сопоставима со странами с развитыми рынками капиталов. Основные группы таких структур - профессиональных участников рынка ценных бумаг представляют собой:

коммерческие банки;
брокерские фирмы;
инвестиционные фонды различных типов;
инфрастурктурные организации (регистраторы, депозитарии и расчетно-клиринговые организации,
фондовые биржи и другие торговые системы).

В настоящее время предстоит решить следующие задачи:

укрупнение и повышение уровня капитализации практически всех структур фондового рынка (в несколько лучшем положении находится только банковский сектор);
повышение стандартов профессиональной деятельности;
повышение уровня компетентности специалистов на рынке ценных бумаг;
развитие и ужесточение системы регулирования и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг, в том числе на основе саморегулирования;
развитие системы сбора и раскрытия информации о профессиональных участниках рынка ценных бумаг;
повышение конкурентоспособности российских профессиональных участников рынка ценных бумаг по сравнению с зарубежными финансовыми институтами.

6. Заключительные положения и выводы

К 1996 году сформировались правовые, экономические и организационные основы для развития отечественного рынка ценных бумаг, в том числе:

приняты федеральные законы, формирующие нормативную правовую основу рынка;

издан ряд указов Президента Российской Федерации и постановлений Правительства Российской Федерации, способствующих быстрому развитию нормативной правовой базы рынка;

создан единый орган государственного регулирования рынка - Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве Российской Федерации (ФКЦБ России), которая в соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг" преобразована в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг,

появилось значительное количество профессиональных участников рынка, имеющих опыт практической работы на нем;

создан определенный задел в развитии инфраструктуры рынка,

сформированы основы для развития коллективных инвестиций;

разработана Комплексная программа защиты прав акционеров и вкладчиков.

Вместе с тем остается нерешенным ряд значительных проблем, основными из которых являются:

низкий уровень капитализации рынка и ликвидности ценных бумаг мелких и средних эмитентов;

высокая стоимость заимствований на рынке государственного долга;

отставание в развитии инфраструктуры рынка, в том числе информационной и телекоммуникационной систем, недоиспользование возможностей отечественных систем в этой сфере, недостаточный уровень развития инфраструктуры с точки зрения снижения рисков и их качества, а также комплекса предоставляемых услуг;

слабое развитие нормативной правовой базы, устанавливающей ответственность за правонарушения на рынке, недостаточность полномочий органов государственного регулирования по привлечению к ответственности организаций и лиц, нарушающих законодательство Российской Федерации и правовые нормы на рынке, непроработанность вопросов взаимодействия регулирующих органов с правоохранительными органами и судебной системой,

незавершенность работы по устранению "риска регистратора" и нарушений прав акционеров со стороны эмитента.

Для решения этих проблем необходимо обеспечить проведение активной государственной политики, направленной на дальнейшее развитие самостоятельного российского рынка ценных бумаг, отвечающего национальным интересам России, интегрированного в мировой фондовый рынок и обеспечивающего привлечение инвестиций в российскую экономику.

Раздел II. Государственная политика на рынке ценных бумаг

1. Основы государственной политики на рынке ценных бумаг

Продолжение и углубление экономически и социально обоснованных реформ - общеполитическая задача государства на рынке ценных бумаг.

Среди стран с переходной экономикой Россия, без сомнения, занимает особое место и применение в России опыта, накопленного в других странах с

развивающейся рыночной экономикой, требует тщательного анализа предлагаемых концепций, которые считаются само собой разумеющимися.

Формирование эффективного рынка ценных бумаг должно рассматриваться в общем контексте социально-экономических и политических реформ, начатых в России в конце 1991 - начале 1992 года. Институциональные реформы, которые в значительной мере уже осуществлены, не могут считаться завершенными без создания конкурентоспособного финансового сектора, могущего мобилизовать и предоставить реформируемой экономике инвестиционные ресурсы для ее развития. Стимулирование производства и инвестиций, структурная перестройка и повышение эффективности экономики являются определяющими факторами становления рыночной экономики. Принимая во внимание масштаб задач, которые предстоит решить в ближайшее десятилетие, очевидно, что Россия не может полагаться только на бюджетную систему и банковский сектор для обеспечения финансирования реконструкции экономики.

Поэтому в отношении развития российского рынка ценных бумаг вопрос заключается не в том, должно ли государство проводить активную политику в целях его устойчивого развития, а в том, как это делать и какие первоочередные меры такая политика должна включать.

В развитии рынка капиталов уже создан значительный задел. По целому ряду позиций Россия имеет сходство с наиболее развитыми финансовыми рынками мира, выражающееся:

в большом количестве реально функционирующих корпораций, акции которых могут обращаться на рынке;

в большом количестве финансовых институтов, действующих на рынке, в склонности населения к операциям с фондовыми ценностями;

в высокой степени открытости внутреннего рынка;

в многообразии обращающихся на рынке инструментов и значительной концентрации интеллектуальных ресурсов, задействованных в его развитии.

Приватизация государственных предприятий привела к созданию структуры собственности на финансовые активы, которая больше напоминает структуру, существующую в странах с высокоразвитыми рынками акционерного капитала.

К особенностям российского рынка ценных бумаг относится значимость его социальной составляющей. Граждане России требуют разнообразия способов инвестирования своих сбережений и обеспечения личной финансовой безопасности, поэтому при формирования политики в отношении рынка ценных бумаг государство не может исходить только из потребностей экономики в доступности инвестиций, а должно учитывать потребности населения в целом. Острота социальных вопросов в сфере развития рынка капиталов обусловливается также тем, что российские граждане потеряли значительную часть своих сбережений в результате инфляции, а также деятельности нелицензированных финансовых компаний в 1992-1994 годах.

Важнейшей задачей государства является создание условий, при которых граждане России и другие потенциальные инвесторы обретут доверие к рынку ценных бумаг. Для этого необходимо разъяснить государственную политику на рынке ценных бумаг, чтобы добиться понимания частными инвесторами реализуемых экономических концепций, а также разработать образовательную программу, в том числе в системе высшего и среднего образования, которая поможет инвесторам пользоваться предоставляемой информацией о рынке для создания и приумножения своих сбережений.

Защита частной собственности как основы формирующейся социально-экономической системы

Частная собственность - основа формирующейся в России социально-экономической системы. Ее развитие и зашита всеми имеющимися у государства средствами является стержнем государственной политики в области развития рынка капиталов. Восстановление доверия граждан к государству как гаранту частной собственности становится необходимым условием социальной поддержки курса реформ и обеспечения стабильности в обществе. Более того, российские граждане имеют полное право рассчитывать, что государственная политика в области развития рынка капиталов обеспечит не только сохранение, но и приумножение их частной собственности. Государство обязано обеспечить доступ граждан России к доходам, формирующимся на российском рынке капиталов.

Функции государства на рынке ценных бумаг

Особенность рынка ценных бумаг состоит в том, что обращающиеся на нем ценности представляют собой совокупность прав и не существуют в отрыве от обеспечиваемой государством нормативной правовой базы и системы правоприменения. Таким образом, государство выполняет системообразующую функцию, которая будет непрерывно видоизменяться в соответствии со стоящими перед ним задачами по обеспечению национальных интересов.

Государство создает систему регулирования рынка и обеспечивает ее функционирование. При этом система регулирования будет развиваться в сторону большей детализации и ужесточения государственного контроля деятельности рынка ценных бумаг.

Развитие системы правоприменения как одного из ключевых элементов системообразующей функции государства будет приоритетным направлением государственной политики.

Государство выступает крупнейшим заемщиком на рынке ценных бумаг и оказывает прямое влияние на его количественные и качественные характеристики. Государство является крупнейшим держателем ценных бумаг российских предприятий и выступает крупнейшим продавцом на рынке корпоративных ценных бумаг.

На начальном этапе развития инфраструктуры рынка ценных бумаг государство будет проводить активную политику прямой поддержки инфраструктурных проектов, включающую в себя:

участие в финансировании развития инфраструктуры рынка;

участие в других формах поддержки инфраструктурных проектов, в том числе путем привлечения инвестиций международных финансовых организаций.

При реализации инфраструктурных проектов государство будет расширять - сотрудничество с организациями и специалистами, поддерживающими государственную политику в области развития инфраструктуры рынка ценных бумаг и самого рынка ценных бумаг, и не будет взаимодействовать с организациями и лицами, деятельность или публичные заявления которых направлены на противодействие реформам и дискредитацию государственной политики в указанной области. Функции, связанные с прямым участием государства в создании инфраструктуры рынка ценных бумаг, являются временными. Они постепенно будут полностью переданы участникам рынка.

2. Важнейшие принципы государственной политики на рынке ценных бумаг

К важнейшим принципам государственной политики на рынке ценных бумаг относятся:

а) принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг, основанный на том, что государство, выполняя универсальную функцию по защите граждан, их законных прав и интересов, осуществляет меры по защите прав участников рынка ценных бумаг на основе лицензирования и регулирования всех видов профессиональной деятельности на этом рынке. Реализация этого принципа будет строиться с учетом необходимости минимизировать возможность проявления конфликта интересов в связи с совмещением функций непосредственного участия в операциях на рынке и регулирования рынка;

б) принцип единства нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации;

в) принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования, который означает, что государство регулирует деятельность субъектов рынка лишь в тех случаях, когда это абсолютно необходимо, и делегирует часть своих нормотворческих и контрольных функций профессиональным операторам рынка ценных бумаг, организованным в саморегулируемые организации.

При реализации этого принципа государство будет исходить из необходимости:

минимизировать затраты из федерального бюджета при создании инфраструктуры рынка;

отказаться от навязывания централизованных решений при создании инфраструктуры рынка;

обеспечить гласность нормотворчества и обязательность участия профессиональных участников рынка в создании его нормативной правовой базы;

г) принцип равных возможностей, означающий:

стимулирование государством конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников;

равенство всех участников рынка перед органами, осуществляющими его регулирование;

гласное и конкурсное распределение государственной поддержки различных проектов на рынке;

отсутствие преимуществ у государственных предприятий, функционирующих на рынке, перед коммерческими;

запрет государственным органам давать публичные оценки профессиональным участникам рынка;

отказ от государственного регулирования цен на услуги профессиональных участников рынка (кроме компаний-реестродержателей).

Этот принцип означает также следующее:

в случае необходимости государство будет контролировать уровень конкуренции на рынке вплоть до полного ее ограничения путем объявления одного из участников рынка монополистом; если государство принимает такое решение, то монополистом может быть объявлено только государственное предприятие;

признавая, что различные группы участников рынка ценных бумаг имеют различные стартовые возможности, а также могут обладать преимуществами в результате осуществления ими других видов деятельности, государство будет принимать меры по выравниванию возможностей различных групп участников;

д) принцип преемственности государственной политики на рынке ценных бумаг, означающий последовательность государственной политики и ее приверженность складывающейся российской модели рынка ценных бумаг;

е) принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков, означающий следование рекомендациям Группы 30 в целях создания цивилизованного и конкурентоспособного рынка ценных бумаг, а также предполагающий разработку взвешенной политики по отношению к иностранным инвесторам и иностранным участникам российского рынка ценных бумаг.

3. Национальные интересы и рынок ценных бумаг

Национальные интересы России, понимаемые как комплекс макроэкономических и макрополитических задач государства применительно к рынку капиталов, включают в себя, в частности:

а) восстановление процесса расширенного воспроизводства и повышение его эффективности на основе мобилизации внутренних и внешних инвестиционных ресурсов;
б) усиление социальной ориентированности экономики и повышение стабильности общества, что означает:

обеспечение финансовой безопасности граждан путем формирования надежных долгосрочных финансовых инструментов для инвестирования сбережений населения;

доступ населения к наиболее высокодоходным финансовым инструментам рынка ценных бумаг, и прежде всего к государственным ценным бумагам;

участие населения в доходах от роста курсов ценных бумаг на этапе подъема экономики на основе приоритетного развития всех форм коллективных инвестиций;

в) укрепление экономического суверенитета страны, что означает:

формирование в России самостоятельного финансового центра мирового значения и концентрация операции с российскими ценными бумагами внутри страны на основе форсированного развития инфраструктуры рынка;

динамичное развитие отечественной инвестиционной базы прежде всего за счет развития институтов коллективного инвестирования;

диверсификацию источников иностранных инвестиций и стимулирование конкуренции между иностранными инвесторами в целях снижения зависимости от конкретных групп инвесторов,

стабилизации рынка и удешевления стоимости инвестиций для российских компаний путем повышения открытости рынка и его информационной прозрачности, а также создания эффективных механизмов предотвращения двойного налогообложения;

развитие сотрудничества с первоклассными мировыми финансовыми институтами для привлечения консервативных иностранных инвесторов, ориентированных на долгосрочные вложения;

ликвидацию ограничений на инвестиции в экономику России со стороны органов государственного регулирования зарубежных государств;

стимулирование выхода ценных бумаг российских эмитентов на международные рынки капиталов, в том числе посредством использования депозитарных расписок и глобальных депозитарных расписок;

подключение к международным системам расчетов и клиринга по ценным бумагам;

приоритетную поддержку "портфельных" инвестиций на основе развития механизмов защиты прав меньшинства;

г) повышение капитализации российских компаний и обеспечение устойчивой ценовой динамики на российском рынке ценных бумаг.

Повышение капитализации российских компаний должно обеспечиваться по следующим основным направлениям:

реализация комплекса мер по повышению ликвидности рынка, прежде всего путем развития системы защиты прав инвесторов, в том числе на основе

совершенствования государственного регулирования и механизмов саморегулирования рынка при одновременном снижении цены регулирования, развитие инфраструктуры рынка, в том числе оптимизация способов организации рынка, снижения издержек и рисков в системе обращения и обслуживания ценных бумаг, повышение информационной прозрачности рынка;

повышение эффективности работы предприятий;

д) обеспечение информационной безопасности России, включающей в себя:

обеспечение информационного суверенитета, то есть формирование и проведение политики, исходя из интересов национальной безопасности России;

способствование успешному проведению экономических преобразований, укреплению политической стабильности общества.

4. Принципы и структура государственного регулирования рынка ценных бумаг

Особенности государственного регулирования рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является одним из наиболее регламентированных рынков в мире. Сложность отношений на рынке, его масштабность, присущий рынку риск, интересы безопасности его участников обусловливают необходимость принятия детальных стандартов и правил работы на рынке, а также привлечения к вопросам регулирования различных государственных органов и саморегулируемых организаций.

В решении задачи регулирования рынка ценных бумаг интересы его участников и государства по многим позициям совпадают, что позволяет использовать саморегулирование как метод оперативного решения возникающих проблем. Интересы государства и участников рынка совпадают прежде всего в вопросах, связанных с предупреждением и разрешением конфликтов между участниками, улучшением управления рисками, снижением возможностей для мошенничества и совершения других противоправных действий, с поддержкой ликвидности и стабильности рынка, внедрением лучших стандартов профессиональной деятельности.

При этом государство во взаимодействии с саморегулируемыми организациями будет стремиться к снижению цены регулирования - уменьшению затрат времени и финансовых ресурсов профессиональных участников рынка в связи с выполнением требований органов регулирования.

Установление оптимального уровня регулирования будет строиться на основе стимулирования ликвидности рынка как одного из ключевых показателей его эффективности.

Особенности рынка ценных бумаг не позволяют применять традиционные методы регулирования, подобные методам регулирования .в банковской сфере. С учетом этих особенностей государство помимо использования саморегулирования станет применять такой метод регулирования, при котором для решения конкретных вопросов будут

формироваться совместные рабочие группы, включающие в себя представителей профессиональных участников рынка. Ключевую роль в этом отношении будет играть Экспертный совет при ФКЦБ России.

Основные принципы государственного регулирования рынка ценных бумаг

К числу основных принципов государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся:

функциональное регулирование в сочетании с институциональным регулированием по вопросам организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка;

использование механизмов саморегулирования рынка, создаваемых при помощи государства и под его контролем;

распределение полномочий по регулированию рынка между Российской Федерацией и субъектами Российской Федерации, а также различными органами исполнительной власти;

приоритет в защите мелких инвесторов и населения, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка;

приоритет в развитии инфраструктурных организаций;

максимальное снижение и разделение рисков;

поддержка конкуренции на рынке;

предотвращение или частичное снятие конфликтов интересов на основе регулирования вопросов совмещения видов профессиональной деятельности.

Распределение обязанностей между различными государственными органами и разграничение их ответственности

Совершенствование механизма разграничения ответственности за результаты деятельности по регулированию различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг между органами государственного регулирования будет осуществляться на основе следующих принципов:

обеспечение единства и непротиворечивости государственного регулирования рынка ценных бумаг через механизм обязательного согласования связанных с его регулированием нормативных правовых актов органов исполнительной власти с ФКЦБ России;

передача полномочий по регулированию рынка ценных бумаг только на основе ответственности за результаты;

широкое использование всех форм взаимодействия органов исполнительной власти при разработке и принятии нормативных правовых актов, включая совместную их разработку и согласование,

привлечение специалистов различных ведомств для участия в подготовке нормативных правовых актов и решений по вопросам развития рынка ценных бумаг;

функциональное регулирование как основа эффективного регулирования и специализации государственных органов в вопросах регулирования рынка ценных бумаг.

Раздел III. Стратегия государства на рынке ценных бумаг

1. Цели и задачи государственной политики на рынке ценных бумаг

Сформулированные в пункте 3 раздела 11 настоящей Концепции национальные интересы России определяют основные цели государственной политики на рынке ценных бумаг. К их числу относятся:

создание и обеспечение эффективного функционирования механизмов привлечения инвестиций в частный сектор российской экономики, и прежде всего в приватизированные предприятия;

финансирование дефицита федерального бюджета на основе связанных с рынком ценных бумаг методов неинфляционного финансирования конкретных долгосрочных проектов;

создание надежных механизмов и финансовых инструментов инвестирования средств населения;

перестройка системы управления приватизированными предприятиями и создание института "эффективного собственника", повышение дисциплинирующего воздействия рынка ценных бумаг на администрации российских компаний;

предотвращение социальных взрывов и конфликтов, могущих возникнуть в результате проведения операций на рынке ценных бумаг, путем защиты прав участников рынка ценных бумаг, и в первую очередь прав инвесторов;

создание в России цивилизованного рынка ценных бумаг и его интеграция в мировой финансовый рынок, обеспечение самостоятельного места российского рынка в системе международных рынков капиталов;

борьба с суррогатами ценных бумаг и с мошенничеством, пресечение незаконной деятельности на рынке ценных бумаг.

В стратегическом плане указанные цели комплиментарны и должны реализоваться через единый комплекс мер, скоординированно осуществляемых государственными органами и профессиональными участниками рынка.

2. Государство как заемщик на рынке ценных бумаг

Российская Федерация в лице Министерства финансов Российской Федерации является крупнейшим заемщиком на российском рынке ценных бумаг. Вместе с тем, несмотря на быстрый рост государственных заимствований в 1993-1996 годах, размер публичных заимствований на рынке ценных бумаг в процентном отношении к валовому внутреннему продукту еще далек от размера соответствующих заимствований на развитых рынках. Государство будет продолжать активное использование рынка ценных бумаг для финансирования расходов федерального бюджета в части осуществления конкретных проектов и целевых долгосрочных программ.

Объемы и сроки заимствований

Основные задачи государства по определению объемов и сроков заимствований на рынке ценных бумаг включают в себя:

расширение практики заимствований на рынке ценных бумаг для покрытия дефицита федерального бюджета в части финансирования целевых долгосрочных программ и обслуживания накопленного государственного долга;

стабилизация режима привлечения средств в государственные ценные бумаги (обеспечение планового характера поступлений в общем контексте бюджетной политики) и рынка ценных бумаг;

целенаправленная последовательная работа по снижению стоимости заимствований на рынке ценных бумаг;

функциональное разделение государственных ценных бумаг на инструменты денежного рынка (краткосрочные государственные бумаги) и инструменты рынка капиталов (облигации со сроком погашения свыше одного гола, выпускаемые для финансирования конкретных проектов и целевых долгосрочных программ);

выпуск широкого спектра финансовых инструментов для удовлетворения потребностей различных групп инвесторов (население, институциональные инвесторы, банки и другие группы), выпуск дисконтных ценных бумаг и ценных бумаг с купоном, выпуск купонных бумаг как с фиксированным процентом, так и с плавающей ставкой;

последовательная либерализация допуска нерезидентов на рынок государственного долга;

обеспечение скоординированных действий федеральных органов государственной власти и органов государственной власти субъектов Российской Федерации по привлечению заемных средств через механизмы рынка ценных бумаг.

Поддержание надежности и доступности государственных ценных бумаг для инвесторов

В целях поддержания надежности и доступности государственных ценных бумаг для инвесторов Российская Федерация как заемщик:

осуществит на основе новейших компьютерных технологий создание государственной долговой книги и обеспечит возможность прямого владения ценными бумагами любым группам инвесторов;

не будет принуждать инвесторов принимать на себя риски третьих лиц в связи с хранением и обслуживанием государственных ценных бумаг;

будет стимулировать развитие механизмов, обеспечивающих доступ максимально широкому кругу инвесторов на рынок государственных ценных бумаг, и прежде всего всех форм коллективных инвестиций.

Государство также будет активно способствовать развитию и использованию расчетных, депозитарных и клиринговых систем (включая использование платежных систем Центрального банка Российской Федерации и Сберегательного банка Российской Федерации).

3. Кредитно-денежная политика государства и рынок ценных бумаг

Федеральные органы исполнительной власти будут расширять взаимодействие с Центральным банком Российской Федерации в сфере

использования государственных ценных бумаг для реализации кредитно-денежной политики государства на основе следующих принципов:

участие Центрального банка Российской Федерации в операциях с краткосрочными государственными ценными бумагами на открытом рынке ограничивается выполнением задач денежного регулирования через управление ликвидностью коммерческих банков, поддержание ликвидности на рынке и сглаживание резких колебаний на рынке государственных ценных бумаг;

Правительство Российской Федерации совместно с Центральным банком Российской Федерации будет активно применять практику оперативного выпуска краткосрочных ценных бумаг, используемых в качестве финансовых инструментов регулирования ликвидности; абсорбирование краткосрочных избытков ликвидности банков за счет оперативного предложения краткосрочных государственных ценных бумаг будет использоваться в качестве одного из важнейших механизмов кредитно- денежной политики;

постепенный переход к системе ежедневного первичного размещения краткосрочных и сверхкраткосрочных ценных бумаг для оперативного регулирования ликвидности на основе прямых двусторонних операций Центрального банка Российской Федерации с коммерческими банками.

Ломбардные операции и установление ломбардных ставок будут использоваться в качестве дополнительного финансового инструмента кредитной политики государства и основного механизма рефинансирования коммерческих банков, их поддержки при краткосрочных затруднениях с ликвидностью, а также в качестве механизма обеспечения бесперебойной работы платежной системы. При этом в случае недостаточности остатков средств на корреспондентских счетах банков в расчетных подразделениях Центрального банка Российской Федерации для производства платежей текущего операционного дня и при наличии необходимого обеспечения ломбардные кредиты для завершения расчетов будут предоставляться без дополнительного согласования в тот же день. Ломбардные кредиты будут предоставляться под залог ГКО и ОФЗ. В дальнейшем список государственных ценных бумаг, принимаемых в обеспечение кредитов Центрального банка Российской Федерации коммерческим банкам будет расширяться.

4. Раскрытие информации и информационное обеспечение рынка ценных бумаг

Повышение уровня информационной прозрачности рынка ценных бумаг

Одной из ключевых задач государства в сфере развития рынка ценных бумаг является повышение уровня информационной прозрачности рынка. Реализация принципа информационной прозрачности может быть достигнута за счет информирования всех заинтересованных лиц о деятельности профессиональных
участников рынка ценных бумаг и ее результатах. Этому должны способствовать:

создание общепринятой системы показателей для анализа положения нарынке ценных бумаг;

четкое разграничение информации на информацию, являющуюся коммерческой тайной и не являющуюся таковой или обязательную к предоставлению по любому требованию как отдельных граждан, так и органов государственной власти;

обязательное опубликование любых фактов деятельности эмитентов, могущих существенно повлиять на курс их ценных бумаг;

поддержка независимых рейтинговых агентств и введение признанной рейтинговой оценки компаний-эмитентов и ценных бумаг;

поддержка специализированных изданий, характеризующих отдельные отрасли экономики как объекты инвестиций;

формирование центров раскрытия информации;

ужесточение ответственности за предоставление недостоверной информации;

раскрытие информации о ценах и объемах операций с ценными бумагами в торговых системах.

Информационное обеспечение деятельности ФКЦБ России

ФКЦБ России при поддержке других заинтересованных федеральных органов исполнительной власти:

осуществит формирование системы информационного и телекоммуникационного обеспечения своей деятельности. Эта система будет обеспечивать оперативный обмен базами данных по лицензированию и надзору за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг между подразделениями ФКЦБ России, других федеральных органов исполнительной власти и саморегулируемыми организациями и включать в себя как закрытую часть (служебную информацию, связанную с вопросами лицензирования и надзора), так и открытую, доступную всем заинтересованным сторонам;

окажет содействие Общественно-государственному фонду защиты вкладчиков и акционеров в создании системы информационного и телекоммуникационного обеспечения его деятельности.

Раскрытие информации и разработка Государственной информационной инициативы

С учетом важности и комплексности проблемы раскрытия информации и обеспечения информационной прозрачности рынка ценных бумаг ФКЦБ России совместно с другими заинтересованными федеральными органами исполнительной власти, эмитентами ценных бумаг и профессиональными участниками рынка подготовит и реализует программу мер, направленных на повышение стандартов раскрытия информации и информационной прозрачности рынка ценных бумаг, - Государственную информационную инициативу, включающую в себя:

совершенствование нормативной правовой базы по вопросам раскрытия информации эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

создание эффективной системы сбора и распространения информации, подлежащей раскрытию;

взаимодействие информационных агентств, средств массовой информации, консультационных фирм и профессиональных участников рынка ценных бумаг по вопросам продвижения подлежащей раскрытию информации на информационный рынок в целом и обеспечения ею конкретных групп инвесторов, в частности;

ужесточение санкций в отношении организаций и лиц, нарушающих требования по раскрытию информации.

5. Налогообложение операций на рынке ценных бумаг

Государство будет максимально широко использовать налоговые методы стимулирования развития российского рынка ценных бумаг. Налоговая политика государства в этой области будет строиться на основе следующих основных принципов:

унификация ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов финансового рынка и рынка ценных бумаг и профессиональных участников рынка;

включение в состав затрат в целях налогообложения отрицательных разниц, образующихся при падении цен на приобретенные субъектами рынка ценные бумаги;

отказ от установления налоговых льгот по отдельным видам ценных бумаг;

освобождение от двойного налогообложения всех форм коллективных инвестиций;

отказ от двойного налогообложения нерезидентов, инвесторов и финансовых институтов, действующих в качестве посредников на российском рынке ценных бумаг, в том случае, если имеются соглашения о предотвращении двойного налогообложения с соответствующими иностранными государствами;

создание льготного налогового режима для некоммерческих организаций, выполняющих функции части инфраструктуры российского рынка ценных бумаг;

отказ от введения любых видов налогов и сборов с оборота ценных бумаг.

6. Модель и структура рынка ценных бумаг

Предпосылки выбора модели рынка ценных бумаг

Выбор модели рынка ценных бумаг для России должен производиться исходя из следующих предпосылок:

Россия, являясь во многом самодостаточной экономической системой, явно не тяготеет ни к одному из основных финансовых центров мира и будет взаимодействовать и использовать возможности

взаимодействия со всеми финансовыми центрами одновременно;

Россия стремится к превращению в самостоятельный финансовый центр и будет использовать только те элементы зарубежных финансовых рынков, которые обеспечат ей максимальную конкурентоспособность как нарождающегося финансового центра самостоятельного значения.

Таким образом, Россия будет формировать собственную модель рынка ценных бумаг на основе национальных интересов и традиций. Эта модель может включать в себя любые системы торговли, применяющиеся на различных биржах и в различных сегментах рынка, однако должна строиться на основе единого информационного пространства и информационной прозрачности рынка.

При этом не исключается применение различных моделей для государственных, корпоративных и муниципальных ценных бумаг.

Выработанная в ходе развитая рынка ценных бумаг модель должна обеспечивать:

максимальную ликвидность ценных бумаг, обращающихся на рынке;
распределение ответственности и эффективную систему управления рисками;
информационную прозрачность рынка;
возможность наращивать обороты без внесения существенных структурных изменений в модель;
возможность технологической совместимости российского рынка ценных бумаг с зарубежными рынками.

Информационное обеспечение формирующейся российской модели рынка ценных бумаг

Формирование российской модели рынка ценных бумаг и совершенствование механизмов взаимодействия его элементов будут в значительной мере зависеть от развития технологий и средств обеспечения информационной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Создаваемая модель должна строиться с учетом отечественных достижений в сфере развития технологических, программных и алгоритмических средств, которые будут использоваться для создания информационной инфраструктуры рынка.

Рынок ценных бумаг и его информационная инфраструктура должны создать условия для эффективной реализации инвестиционного процесса в России. Целесообразно выделить два уровня в его функциональной структуре: межрегиональный и внутрирегиональный.

Межрегиональный уровень, объединяющий региональные рыночные структуры, призван обеспечить взаимодействие профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Внутрирегиональный уровень затрагивает отношения между клиентом и обслуживающим его профессиональным участником рынка. Этот уровень является базисом для взаимодействия участников рынка ценных бумаг.

К задачам, решаемым на межрегиональном уровне, относятся:

формирование рыночной цены на акции тех или иных предприятий;
осуществление первичного распределения ценных бумаг;

запуск общероссийского вторичного рынка ценных бумаг;
формирование контрольных пакетов акций;
разукрупнение пакетов акций.

К задачам, решаемым на внутрирегиональном уровне, относятся:

допуск к накопленной и текущей информации об изменении курсов ценных бумаг, о ценообразовании, спросе и предложении, курсах валют, а также получение другой экономической информации;
использование информационной среды для формирования стабильной обстановки на рынке;
производство денежных расчетов по операциям с ценными бумагами;
автоматизация статистической и бухгалтерской отчетности;
осуществление депозитарной деятельности, ведение реестров;
регулирование изменения курсов ценных бумаг;
управление счетами в деньгах и в ценных бумагах;
участие клиентов в торгах ценными бумагами;
осуществление коммерческих сделок;
работа с экспертными системами.

Для решения указанных задач потребуется создать адекватную по своим функциональным возможностям информационную структуру, позволяющую участникам рынка ценных бумаг осуществлять преимущественно в автоматизированном режиме следующие виды предпринимательской деятельности:
а) совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи ценных бумаг с обязательством покупки и продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам (дилерская деятельность);
б) предоставление услуг, способствующих заключению сделок купли-продажи ценных бумаг между профессиональными участниками рынка ценных бумаг, включая деятельность фондовых бирж (деятельность по организации торговли ценными бумагами);
в) определение взаимных обязательств по поставке (переводу) денежных средств в связи с операциями с ценными бумагами (расчетно-клиринговая деятельность по денежным средствам);
г) определение взаимных обязательств по поставке (переводу) ценных бумаг участниками операций с ценными бумагами (расчетно-клиринговая деятельность по ценным бумагам);
д) хранение ценных бумаг и учет прав на ценные бумаги (депозитарная деятельность);
е) ведение и хранение реестров акционеров (деятельность держателя реестра акционеров);
ж) совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании договоров (брокерская деятельность);
з) осуществление операций с векселями;
и) обращение закладных и ипотечных ценных бумаг.

Создание в России информационной инфраструктуры рынка ценных бумаг потребует внедрения современных технологий, создания баз данных,

разветвленных и защищенных телекоммуникационных сетей, интегрированных с банковскими системами.

Зарубежный опыт и выбор оптимальной модели рынка ценных бумаг

Создание российской модели рынка ценных бумаг предполагает изучение и критический анализ многообразия уже функционирующих рынков, и главным образом развитых. Опыт, приобретенный в результате длительного функционирования этих рынков, поможет избежать ошибок, которые не очевидны при существующем уровне развития российского рынка, но могут проявиться впоследствии.

При выборе модели рынка ценных бумаг необходимо выделить конкретные вопросы, от решения которых существенно зависит эффективность его деятельности. Важнейшими из них являются:

взаимодействие банковской системы и рынка ценных бумаг;
определение оптимального соотношения между государственным регулированием и саморегулированием;
формы и методы укрупнения и рекапитализации структур рынка ценных бумаг.

7. Роль и место саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг

В целях повышения эффективности системы регулирования рынка ценных бумаг и контроля деятельности профессиональных участников рынка, снижения государственных расходов на регулирование рынка ценных бумаг и осуществление надзора государство обеспечивает, создание саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Саморегулируемые организации должны создаваться по решению конференций профессиональных участников рынка ценных бумаг, созываемых ФКЦБ России. В дальнейшем они станут составной частью единого механизма регулирования рынка (после наделения соответствующими полномочиями внутри этого механизма) и будут формироваться по основным видам профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Членство в саморегулируемых организациях является необходимым для всех профессиональных участников рынка, осуществляющих виды деятельности, регулирование которых входит в компетенцию соответствующей саморегулируемой организации.

Финансирование деятельности саморегулируемых организаций осуществляется за счет профессиональных участников рынка.

Кандидатуры на должность руководителей саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, выносимые на их конференции для утверждения, подлежат согласованию с ФКЦБ России. В период между конференциями замещение вакантных должностей в

руководящих органах саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг производится по согласованию с ФКЦБ России.

8. Защита интересов государства и субъектов рынка ценных бумаг

Общие положения

Защита интересов государства и субъектов рынка ценных бумаг будет осуществляться по следующим основным направлениям:

развитие и совершенствование нормативной правовой базы рынка ценных бумаг как часть
осуществляемой в России правовой реформы;
повышение информационной прозрачности рынка и его открытости, повышение эффективности судебной системы в целом как часть правовой реформы;
совершенствование системы предотвращения и расследования преступлений на рынке ценных бумаг с учетом существующих возможностей правоохранительных органов и судебной системы в целом, а также возможностей привлечения саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;
усиление контроля со стороны государства деятельности и финансовой отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг на основе введения института аудиторских организаций, уполномоченных ФКЦБ России осуществлять проверку деятельности и финансовой отчетности профессиональных участников рынка;
повышение роли государства в преодолении кризисных ситуаций на рынке ценных бумаг, в том числе путем наделения ФКЦБ России полномочиями по созданию ликвидационных комиссий в отношении коммерческих организаций, деятельность которых на рынке ценных бумаг прекращается в связи с нарушениями законодательства Российской Федерации или финансовой несостоятельностью, и согласования с ФКЦБ России промежуточных балансов ликвидируемых организаций;
поддержка государством добровольного страхования рисков профессиональными участниками рынка ценных бумаг. При этом государство не берет на себя обязательств по компенсации незастрахованных рисков.

Защита прав инвесторов

Защита прав инвесторов, понимаемая прежде всего как защита частной, государственной и, иных видов собственности, будет развиваться по нескольким направлениям с учетом особенностей отдельных групп инвесторов, их подготовленности и социальной значимости. Государственная политика в области защиты прав инвесторов будет осуществляться дифференцированно по следующим группам инвесторов:

население,
коллективные инвесторы;
коммерческие банки,

страховые компании;
государство;
иностранные инвесторы (нерезиденты);
другие инвесторы.

При этом по отношению к указанным группам инвесторов будут применяться различные формы и методы защиты их специфических интересов, в том числе:

регулирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг по обслуживанию различных групп инвесторов;
поддержка развития различных форм страхования инвестиций и формирование гарантийных фондов за счет различных инвесторов;
регулирование деятельности инвесторов по вложению средств в различные виды ценных бумаг.

Защита прав эмитентов

К основным направлениям защиты прав эмитентов относятся:

установление пределов ответственности эмитентов перед инвесторами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
регулирование процессов скупки крупных и контрольных пакетов акций, а также слияния и поглощения компаний;
раскрытие информации об инвесторах.

Политика защиты интересов эмитентов будет осуществляться дифференцированно по следующим группам эмитентов:

предприятия оборонного значения;
предприятия стратегически важных отраслей экономики,
предприятия-монополисты,
страховые компании и коммерческие банки.

Раздел IV. Развитие нормативной правовой базы рынка ценных бумаг

1. Основные принципы развития нормативной правовой базы рынка ценных бумаг

К основным принципам развития нормативной правовой базы рынка ценных бумаг относятся:

развитие нормативной правовой базы рынка как часть проводимой в России правовой реформы;
преемственность в развитии нормативной правовой базы рынка, эволюционный характер этого процесса;
декларирование политики в области совершенствования нормативной правовой базы рынка в целях информирования его субъектов о планируемых изменениях правового режима;

использование гражданского права как основы для развития специальной нормативной правовой базы рынка в сочетании с формированием новых правовых институтов, способствующих становлению и развитию рынка;

преимущественная и всесторонняя защита законных прав и интересов инвесторов; пресечение незаконной деятельности на рынке, повышение ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг и эмитентов за результаты своей деятельности; введение административной и уголовной ответственности за наиболее опасные правонарушения на рынке ценных бумаг и совершенствование частно-правовых способов защиты прав и интересов профессиональных участников рынка ценных бумаг;

создание разнообразных форм компенсаций, систем взаимных гарантий и страхования на рынке ценных бумаг в целях снижения риска при осуществлении инвестиций в ценные бумаги и повышения доверия инвесторов к рынку ценных бумаг; обеспечение инвесторов полной и достоверной информацией о ценных бумагах и их эмитентах, развитие вневедомственного и общественного контроля за достоверностью информации;

усиление государственного контроля за соблюдением условий лицензирования при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, повышение требований к лицензированию профессиональных участников рынка, обеспечивающих высокий уровень их квалификации, достаточность собственных средств, поддержание высоких стандартов добросовестности и открытости при осуществлении ими профессиональной деятельности;

создание равных условий и обеспечение конкуренции при осуществлении предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг;

создание системы независимого общественного контроля деятельности на рынке, развитие общественной инициативы и повышение роли общественных объединений инвесторов и иных профессиональных участников рынка в формировании отвечающего потребностям современного общества рынка.

2. Основные направления развития нормативной правовой базы рынка ценных бумаг

К основным направлениям развития нормативной правовой базы рынка ценных бумаг относятся:

ужесточение требований по капитализации профессиональных участников рынка;

ужесточение требований к профессиональной компетентности лиц, занимающих ведущие должности в организациях - профессиональных участниках рынка;

расширение и ужесточение системы квалификационных экзаменов для этих лиц; развитие и закрепление в законодательных и иных нормативных правовых актах принципа функционального регулирования при распределении обязанностей между органами государственного регулирования;

развитие и ужесточение нормативной правовой базы, регулирующей выпуск и обращение производных ценных бумаг;

введение новых процедур лицензирования и механизмов надзора за деятельностью организаторов торговли ценными бумагами;

стимулирование концентрации торговли ценными бумагами на организованных рынках;

совершенствование системы административных и уголовных наказаний за правонарушения на рынке ценных бумаг;

постепенное увеличение степени открытости рынка для иностранных инвесторов и иностранных финансовых институтов;

введение системы специальных требований и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка, обслуживающих граждан;

ужесточение требований к профессиональным участникам рынка;

обслуживающим все формы коллективных инвестиций;

введение процедур сертификации инвестиционных консультантов.

Проект 1.06.00

РЕКОМЕНДАЦИИ
парламентских слушаний
«О государственной программе развития рынка ценных бумаг»

г. Москва 6 июня 2000 г.

Проведя публичное обсуждение с участием представителей Федерального собрания РФ, федеральных органов исполнительной власти, Центрального банка РФ, саморегулируемых организаций и объединений профессиональных участников рынка ценных бумаг проектов документов, касающихся концепции развития российского рынка ценных бумаг, разработанных Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) и «Российской торговой системой», а также Национальной фондовой ассоциацией (НФА), и учитывая мнения, высказанные в ходе парламентских слушаний «О концепции развития фондового рынка России», проведенных 18 апреля Советом Федерации Федерального Собрания Российской Федерации, участники парламентских слушаний констатируют следующее.

Развитие цивилизованного инвестиционного процесса в российской экономике, дальнейшее проведение институциональных реформ невозможно без создания эффективно работающего рынка ценных бумаг. Возрастает потребность в привлечении внутренних источников инвестиций и, в особенности, денежных средств населения.

Учитывая остроту проблем развития нормативной базы национального рынка ценных бумаг, его значимости как одного из основных условий развития инвестиционного процесса и перехода к экономическому росту, участники парламентских слушаний решили:

1. Рекомендовать Государственной Думе Российской Федерации:

а) ускорить принятие федеральных законов:

- «О внесении изменений и дополнений в федеральный закона «Об акционерных обществах»;
- «Об инвестиционных фондах»;
- «О двойных и простых складских свидетельствах»;
- «Об аффилированных лицах»;
- «Об аудиторской деятельности»;
- О внесении изменений и дополнений в федеральные законы «О Центральном банке РФ» и «О банках и банковской деятельности»;
- второй части Налогового кодекса РФ – при обсуждении поправок и принятии изменить фискальный подход в налогообложении субъектов инвестиционной деятельности на поощрительный и стимулирующий;
- Кодекса об административных правонарушениях (глава 15);
- «О внесении дополнении и изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг», при доработке в Государственной Думе альтернативных вариантов указанного законопроекта руководствоваться принципами: приоритетности положений Государственной программы развития рынка ценных бумаг (с момента ее принятия Правительством РФ); четкого распределение компетенции, полномочий и ответственности

государственных органов, регулирующих деятельность на рынке ценных бумаг; установления ясной процедуры согласования принимаемых ими решений и координации деятельности федеральных органов исполнительной власти, включая правоохранительные органы, по пресечению правонарушений на рынке ценных бумаг; защиты прав собственности как основы формирования социально-экономической системы; равных возможностей для участников рынка, включая инвесторов, эмитентов и профессиональных участников; переориентации системы регулирования рынка ценных бумаг на выполнение задач его развития; эффективности российского рынка ценных бумаг.

в) в целях улучшения инвестиционного климата, принимая во внимание международный опыт, обсудить вопрос о возможном изменении срока пребывания в должности высших выборных должностных лиц Российской Федерации и субъектов Российской Федерации, приведя его в соответствие с продолжительностью среднего инвестиционного цикла (до начала окупаемости) в Российской Федерации и в субъектах Российской Федерации при модернизации инфраструктурных объектов (систем энергетики, транспорта, связи, коммунального хозяйства и других).

г) внести изменения в Бюджетный кодекс РФ в части управления государственным долгом Российской Федерации, а также уточнения полномочий в части осуществления заимствований субъектов Российской Федерации и муниципальных образований.

д) при подготовке законодательных актов и обсуждении проблемных вопросов, касающихся концепции развития фондового и финансового рынка, активнее использовать возможности специализированных экспертных советов, создаваемых профильными комитетами Государственной Думы, для привлечения к дискуссии представителей профессионального сообщества, саморегулируемых организаций и профессиональных объединений участников рынка ценных бумаг и научной общественности.

2. Рекомендовать Президенту Российской Федерации:

а) провести анализ практических результатов реализации Концепции развития рынка ценных бумаг, утвержденной Указом Президента РФ от 1 июля 1996г. №1008, уделив особое внимание следующим вопросам:

- исполнение программы по совершенствованию законодательной базы рынка ценных бумаг;
- обеспечение единства фондового рынка (единства нормативной базы, стандартов, норм и т.д.);
- меры, предпринятые для выхода промышленных предприятий на рынок капиталов;
- внесение в Государственную Думу Федерального Собрания РФ законопроектов, обеспечивающих законодательные условия развития рынка ценных бумаг.

б) установить приоритетными задачами государственной экономической политики:

- привлечение долгосрочных инвестиций в отечественное производство через рынок ценных бумаг;
- расширение участия населения в российской акционерной собственности;
- обеспечение устойчивого роста рынка ценных бумаг, выпускаемых для финансирования инвестиционных проектов и оборотных средств для предприятий реального сектора экономики;
- обеспечение устойчивости и снижение рисков на российском рынке ценных бумаг.

в) осуществить кодификацию и систематизацию нормативной правовой базы рынка ценных бумаг, отменить недействующие и фактически утратившие силу нормативные правовые акты.

г) в целях сохранения единства и целостности, а также предотвращения региональной «сепаратизма» и раздробленности отечественного рынка ценных бумаг принять меры к укреплению системы органов исполнительной власти Российской Федерации и субъектов Российской Федерации при исполнении государственных функций по предметам ведения Российской Федерации и по предметам совместного ведения Российской Федерации и субъектов Российской Федерации, к повышению ответственности за соблюдение Конституции Российской Федерации, федеральных законов и иных нормативных правовых актов и выполнение своих обязанностей;

д) обеспечить реальную независимость судебных органов от органов исполнительной власти и от влияния сторон в судебном и арбитражном процессах (в том числе – финансированием судов в необходимом объеме) через установление мер ответственности судей и действенной процедуры их отзыва при вынесении заведомо незаконных и необоснованных решений и приговоров, за факты волокиты и неисполнения своих обязанностей.

3. Рекомендовать Правительству Российской Федерации:

3.1. В части законодательного и нормативного обеспечения развития рынка ценных бумаг:

а) принять Государственную программу развития рынка ценных бумаг в России, определяющую цели, задачи и направления развития фондового рынка на средне- и долгосрочный период и устанавливающую:

- сохранение за государством функций регулирования и лицензирования всех видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг при широком развитии саморегулирования,
- единство нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации,
- равные возможности для участников рынка ценных бумаг путем стимулирования государством добросовестной конкуренции на рынке,
- равенство всех участников рынка перед органами, осуществляющими его регулирование,
- преемственность государственной политики на рынке ценных бумаг,

- учет тенденций глобализации финансовых рынков с целью создания цивилизованного и конкурентоспособного рынка ценных бумаг,
- меры по обеспечению национальных экономических интересов России и укреплению ее экономического суверенитета, в том числе через усиление роли рынка ценных бумаг как механизма привлечения инвестиций в реальный сектор отечественной экономики,
- меры по развитию системы защиты прав инвесторов и собственников,
- меры по обеспечению информационной безопасности России,
- согласованность политики государства, направленной на развитие рынка ценных бумаг, а также монетарной и валютной политики.

б) ускорить разработку и внесение в Государственную Думу РФ проектов федеральных законов «Об электронной цифровой подписи», «Об эмиссионных ипотечных ценных бумагах», «Об инсайдерской информации», «О биржах и биржевой деятельности», поправок к действующим федеральным законам «О несостоятельности (банкротстве)» и др. и Гражданскому кодексу РФ.

в) в целях обеспечения прав субъектов фондового рынка и стимулирования устойчивого интереса со стороны отечественных и иностранных инвесторов к деятельности на российском рынке объявить о своей политике в части законодательного регулирования национализации; разработать и внести в Государственную Думу проект федерального закона «О национализации в Российской Федерации» с указанием в нем исчерпывающего перечня оснований национализации и порядка выплаты компенсации добросовестным приобретателям;

г) в целях совершенствования механизмов законодательной и судебной защиты частной собственности в Российской Федерации провести анализ правоприменительной практики и протекающих процессов перераспределения и консолидации акционерной и иной собственности и по результатам такого анализа внести изменения в нормативные правовые акты Правительства Российской Федерации, разработать и внести в Государственную Думу Федерального Собрания Российской Федерации предложения по изменению гражданского, гражданского процессуального, административного и уголовного законодательства, направленные на предотвращение нарушений прав акционеров и инвесторов, возникающих в результате действий эмитентов, крупных акционеров или профессиональных участников рынка ценных бумаг; в том числе уточнить порядок наложения ареста на ценные бумаги путем внесения изменений в законодательные и нормативные правовые акты, а также внести изменения в ГК РФ по обеспечению прав и законных интересов добросовестных приобретателей ценных бумаг независимо от срока их приобретения.

д) разработать проекты изменений в Гражданский процессуальный кодекс РСФСР и в Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации в целях создания возможности предъявления иска в интересах неограниченного круга лиц (коллективных исков).

е) в рамках программы развития рынка ценных бумаг подготовить и принять программу развития системы учета и расчетов на рынке ценных бумаг,

работающей по единым стандартам, разработанным на основе международной практики, и обеспечивающей взаимодействие с международными депозитарно-клиринговыми системами.

3.2. В части формирования налогового законодательства, направленного на стимулирование инвестиционных процессов:

а) при подготовке в Государственной Думе РФ проекта второй части Налогового кодекса внести в него положения, предусматривающие:

- отмену двойного налогообложения по всем видам коллективных инвестиций;
- исключение возможности снятия инвестиционных льгот ведомственными актами (отмена требования о перечислении в Казначейство части налога на прибыль по операциям с ценными бумагами, идущей в местный бюджет, с последующим ее возвратом);
- введение поощрительных ставок налога на прирост капитала,
- введение целевых налоговых льгот (освобождение от налога, применение пониженной налоговой ставки), для поощрения:
    - долгосрочных инвестиций в акции (в случае, если акции находятся в собственности инвестора в течение определенного срока),
    - неспекулятивных прямых инвестиций (если инвестор владеет не менее определенной доли бизнеса),
    - инвестиций в определенные виды акции (малого бизнеса, определенных приоритетных отраслей, венчурные компании),
    - вывода акций на организованные рынки (льготы возникают, если акции прошли листинг и обращаются н фондовой бирже),
    - спроса на акции (вычет процентов за кредит, взятого на покупку акций, из налогооблагаемой базы),
    - специальных личных и институциональных инвестиционных планов (средства в рамках которых направляются на инвестиции в акции).
- отмена налога на эмиссию ценных бумаг при введении минимальной фиксированной государственной пошлины;
- отказ от налога на дивиденды, взимаемого как с юридических лиц (налог на доходы), так и с физических лиц (в виде подоходного налога).
- принятие положений о возможной переоценке котируемых ценных бумаг, об уменьшении налогооблагаемой базы в случае отрицательной переоценки ценных бумаг и переносе на будущее убытков по операциями с ценными бумагами.

3.3. В части обеспечения прав собственности:

а) разработать, в том числе с участием саморегулируемых организаций и профессиональных объединений, меры по защите участников рынка ценных бумаг в части предотвращения манипулирования рынком, инсайдерской

практики, нечестных торговых практик и нарушений этики отношений на рынке ценных бумаг;

б) предусмотреть мероприятия по широкому информированию населения о мерах, принимаемых государственными органами по защите прав инвесторов и акционеров;

в) принять меры к повышению уровня обеспечения судов, правоохранительных и контролирующих органов государственной власти в сфере рынка ценных бумаг кадрами, материально-техническими ресурсами и повысить требовательность к ним в целях исполнения возложенных на них функций по правоприменению законодательства о ценных бумагах. Рассмотреть вопрос о совершенствовании системы судов общей юрисдикции и арбитражных судов с целью создания специализированных составов судов, рассматривающих дела в сфере обращения ценных бумаг, корпоративного управления и собственности;

г) поручить правоохранительным органам изучить практику правоприменения в сфере владения и распоряжения акционерной и иными формами собственности и выработать эффективные меры борьбы с нарушениями прав собственников (включая государство) в процессе перераспределения собственности.

3.4. В части стимулирования инвестиционного процесса в России:

а) сформировать соответствующую целям и задачам Государственной программы развития рынка ценных бумаг систему раскрытия информации эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, в том числе сократить объем отчетности для эмитентов, чьи акции не обращаются на организованных торговых площадках (в том числе – путем разработки изменений к федеральным законам);

б) реализовать меры по повышению привлекательности торговли российскими ценными бумагами с использованием отечественной рыночной инфраструктуры;

в) разработать и реализовать совместно с профессиональным сообществом региональные и отраслевые программы вывода предприятий и инвестиционных проектов на рынок ценных бумаг;

г) разработать и принять эффективные меры по страхованию рисков на рынке ценных бумаг для всех участников этого рынка, внести в Государственную Думу Федерального Собрания РФ соответствующие законопроекты;

д) содействовать созданию единого финансового пространства стран СНГ при сохранении ведущей роли Российской Федерации в интеграционных процессах;

е) стимулировать создание совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг различных форм привлечения частных инвесторов на рынок ценных бумаг, через создание специализированных инфраструктурных институтов, ориентированные на обслуживание мелких инвесторов - фондовые центры, фондовые магазины, банки с широкой филиальной сетью и др.

ж) разработать единую методологию оценки финансово-экономического состояния предприятий-эмитентов для целей фондового рынка;

з) провести переучет (для целей обращения ценных бумаг предприятий на рынке) основных фондов предприятий реального сектора с помощью современных бухгалтерских методик в целях снижения размера их недооцененности;

и) изменить систему бухгалтерского учета на предприятиях, основываясь на международных стандартах, переориентировать ее на привлечение инвестиций и реальное отображение в бухгалтерской отчетности производственных результатов;

к) обеспечить меры по развитию корпоративного управления, в том числе разработке и внедрению стандартов корпоративного управления;

л) развивать рынок корпоративных облигаций через изменение налогового режима корпоративных облигаций и упрощение порядка регистрации проспектов эмиссии и отчетов о выпуске краткосрочных корпоративных облигаций,

м) рассмотреть возможность введения ограничений на проведение расчетов по сделкам с ценными бумагами российских эмитентов через оффшоры;

н) развивать региональную инфраструктуру рынка ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в регионы России, включая расчетно-депозитарные и клиринговые организации;

о) создать условия для развития финансовых институтов, направленных на привлечение инвестиций в реальный сектор экономики, в том числе появления института андеррайтинга;

п) развить систему подготовки и повышения квалификации кадров предприятий-эмитентов;

р) стимулировать расширение круга финансовых инструментов, обращающихся на рынке ценных бумаг, в том числе выпуск ценных бумаг Банка России, складских свидетельств, эмиссионных ипотечных ценных бумаг, деривативов и др.

3.5. В части совершенствования системы регулирования рынка ценных бумаг:

а) ввести стратегическое планирование государственной политики на рынке ценных бумаг путем разработки ежегодных и перспективных программ развития рынка ценных бумаг,

б) создать в качестве совещательного органа Национальный совет по финансовому рынку при Председателе Правительства, включив в него представителей Федерального Собрания, Администрации Президента, Аппарата Правительства, Банка России, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Министерства финансов, Министерства экономического развития и торговли, Министерства по антимонопольной политике, Министерства по налогам и сборам, саморегулируемых организаций и профессиональных объединений, представителей организаторов торговли и профессиональных участников рынка ценных бумаг, независимых экспертов с целью формирования основных направлений государственной политики и согласования совместных действий на финансовом рынке во взаимосвязи с денежно-кредитной, валютной и бюджетной политикой;

в) принять меры по развитию саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг, как части общей системы саморегулирования;

г) обеспечить единство системы лицензирования кредитных организаций на рынке ценных бумаг и право Банка России по лицензированию кредитных организаций на рынке ценных бумаг;

д) способствовать разработке и внедрению в деловую практику правил, предотвращающих возникновение конфликтов интересов, и систем управления рисками коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний.

4. Рекомендовать Центральному Банку Российской Федерации:

а) осуществить комплекс мероприятий по совершенствованию нормативно-правовой базы клиринговой деятельности, упрощению процедур регистрации документов клиринговой организации;

б) содействовать организации комплексной системы учета ценных бумаг и расчетов по денежным средствам и ценным бумагам в Российской Федерации.

Организаторам слушаний довести рекомендации слушаний до Президента Российской Федерации, Правительства Российской Федерации, членов Совета Федерации и депутатов Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации.

Национальная ассоциация участников фондового рынка

Российская Торговая Система

Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России

Этапы и актуальные задачи

Москва
Март 2000

При разработке настоящего документа использовались предложения профессиональных участников фондового рынка, официальные, аналитические и статистические данные и материалы ФКЦБ РФ, Госкомстата РФ, Минфина РФ, Центрального банка РФ и ряда других ведомств, Бюро экономического анализа, Института экономики переходного периода («Российская экономика в 1999 году». М., 2000), Экспертного института («Инвестиционный климат в России». М., 1999), Всемирного банка, Европейского банка реконструкции и развития, Организации экономического сотрудничества и развития, Европейской комиссии ООН, российских и зарубежных информационных и рейтинговых агентств и изданий, ряда российских и зарубежных консультационных фирм, инвестиционных компаний и банков, материалы Рабочего совещания "Проблемы предприятий на рынке ценных бумаг" (Москва, 20 января 2000 г.).

Одной из предпосылок разработки данной концепции стало фактическое невыполнение многих пунктов официальных программ развития российского рынка ценных бумаг 90-х гг. Соответственно, некоторые необходимые для развития рынка ценных бумаг, но нереализованные на практике положения данных программ были использованы в настоящей концепции. Прежде всего это Государственная программа защиты прав инвесторов на 1998-1999 годы (утв. Постановлением Правительства РФ N 785 от 17 июля 1998 г.). Ряд важных положений содержался также в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации (утв. Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. N 1008) и в Программе Правительства РФ "Структурная перестройка и экономический рост в 1997 - 2000 годах" (утв. Постановлением Правительства РФ N 360 от 31 марта 1997 г.).

Концепция представляет собой открытый для обсуждения и доработки документ, способный послужить основой для консолидации участников рынка и их активного содействия государственным регулирующим органам в деле совершенствования инфраструктуры и активизации рынка как механизма привлечения инвестиций.

НАУФОР и РТС признательны всем представителям профессиональных участников фондового рынка, государственных регулирующих органов, научных и исследовательских коллективов, коллегам из инфраструктурных организаций, независимым экспертам, на мнения и оценки которых опираются Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России.

Содержание

1. Преамбула 63
3. Причины и уроки финансового кризиса 1998 года 64
4. Возможности краткосрочного пост-кризисного роста 67
5. Актуальные задачи среднесрочного развития и регулирования 69
Формирование общих предпосылок развития рынка в 2000-2010 гг. 72
6. Какие инвестиции нужны России 72
7. Институциональные риски 73
8. Макроэкономические риски 77
9. Политические риски 78
10. Внешние риски 79
Основные элементы развития национальной модели рынка ценных бумаг 80
11. Системное законодательство 80
12. Оптимальный баланс и защита интересов инвесторов (акционеров) 82
13. Создание условий для эмитентов по привлечению инвестиций 84
14. Конкурентоспособные профессиональные участники 84
15. Эффективная и низкозатратная инфраструктура рынка 87
16. Диверсифицированные финансовые инструменты 89
17. Сбалансированное участие всех типов инвесторов 89
18. Налоговая реформа 91
19. Бухгалтерский учет 93
20. Эффективная система регулирования и жесткий инфорсмент 93
21. Формирование привлекательного имиджа рынка ценных бумаг 96
Этапы реализации 97
22. Краткосрочный этап и его результаты 97
23. Среднесрочный этап и его результаты 98
24. Долгосрочный этап и его результаты 99

1. Преамбула

В современной экономике роль рынка ценных бумаг трудно переоценить. Рынок ценных бумаг позволяет правительствам и предприятиям расширять круг источников финансирования, не ограничиваясь самофинансированием и банковскими кредитами. Потенциальные инвесторы с помощью рынка ценных бумаг – прямо или через финансовых посредников - получают возможность вкладывать свои сбережения в более широкий круг финансовых инструментов, тем самым, получая большие возможности для выбора. Рынок ценных бумаг, обслуживая принципиальную для экономического роста связку «сбережения-инвестиции» и перелив финансовых ресурсов между секторами национальной экономики, становится одним из ключевых механизмов в рамках национальной модели экономического роста и повышения благосостояния. В то же время важнейшими предпосылками развития самого рынка ценных бумаг являются общеэкономический рост и позитивные сдвиги на микроуровне.

Вместе с тем не существует универсальной модели, обеспечивающей успешное функционирование рынка ценных бумаг. На практике невозможно и нежелательно копировать рынок ценных бумаг только потому, что он нормально функционирует в других странах. Так, современная модель экономического роста в США, в центре которой – динамичное развитие рынка акций высокотехнологичных корпораций и рост нормы потребления, предполагает в качестве необходимого условия длительность и непрерывность этого процесса. В равной степени для России в настоящий момент неприемлема модель развития фондового рынка КНР как альтернатива провалам государственного кредитования реального сектора, которая предполагает элементы администрирования при выходе государственных компаний (в подавляющем большинстве убыточных) на рынок и искусственное снижение процентных ставок по банковским вкладам населения.

Помимо национальных экономических, исторических и психологических особенностей, существует принципиальный для России фактор переходной экономики. В целом рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики может выполнять четыре основных функции: привлечение инвестиций, спекулятивные портфельные вложения, пост-приватизационное перераспределение прав собственности в корпорациях, механизм внешнего корпоративного управления.

Привлечение инвестиций в предприятия оставалось наиболее слабым звеном сложившейся модели рынка в течение всех 90-х гг. Во многих странах с переходной экономикой приватизация не дала каких-либо заметных инвестиций на предприятия. Это означает усиление нагрузки на формируемую национальную модель рынка ценных бумаг, однако в законодательстве пока слабо развиты многие необходимые механизмы (проблемы дополнительных эмиссий, прозрачности, защиты разных категорий акционеров и др.). Видимо, в ближайшие несколько лет основной функцией рынка, которая была характерна и для всех прежних лет, объективно остается перераспределение собственности в российских корпорациях. Соответственно, ***проблема защиты интересов акционеров и***

усиления роли государства в области защиты собственности приобретает особую актуальность.

Наконец, не менее важно учитывать тот факт, что рынки ценных бумаг непрерывно развиваются, что вызвано изменениями ситуации в мире и в стране, экономической политики, технологий, регулятивных мер и появлением новых продуктов и структур затрат. Рынки представляют собой не окончательно сформированные и застывшие структуры, а постоянно развивающиеся организмы. Это означает, что ***регулирование должно быть максимально гибким и динамичным, наиболее адекватно отражающим происходящие изменения, сохраняющим при этом предсказуемость и соответствие общему стратегическому направлению развития рыночных отношений.***

2. Причины и уроки финансового кризиса 1998 года

Мировой финансовый кризис, начавшийся в 1997 г., наиболее сильно ударил по развивающимся рынкам. Россия не стала исключением: как и в других странах мира, после пика осеннего кризиса 1997 г. в России возобновился некоторый рост котировок. Россия, как и другие развивающиеся рынки, испытала влияние общемирового процесса переориентации стратегий инвестиционных институтов в 1998 г. Одновременно кризис на мировых финансовых рынках обусловил сравнительно высокую волатильность большинства национальных фондовых индексов в течение всего1998 г.

Даже с учетом резкого падения фондовых индексов (общее падение капитализации составило 90 % с октября 1997 по сентябрь 1998 гг.), Россия в тот период еще оставалась абсолютным мировым лидером повышения фондового индекса (88 % по итогам 1997 г. к 1996 г.). В значительной степени это было связано с заметным прогрессом в законодательной сфере, развитием инфраструктуры рынка ценных бумаг, ростом инвестиционной привлекательности ценных бумаг российских корпоративных эмитентов на фоне снижающейся доходности других финансовых инструментов в 1996-1997 гг.

Тем не менее “азиатский кризис”, как и снижение мировых цен на сырьевые товары, стали лишь внешней причиной финансового кризиса в России, кризиса, имеющего свои специфические особенности. Катастрофическое падение российского фондового рынка в 1998 г. невозможно объяснить только в терминах неблагоприятной мировой финансовой конъюнктуры. Последняя лишь обострила внутренние накопившиеся негативные тенденции в экономике России. Именно эти внутренние тенденции стали роковыми для развития ситуации в 1998 г.

Ситуация на рынке внутреннего государственного долга зеркальным образом отражалась на рынке акций российских эмитентов. Особенность ситуации с внутренним долгом, сложившаяся в России, определялась его краткосрочным характером и значительной долей долга, принадлежащего нерезидентам. Внутренний долг был представлен краткосрочными (в основном до одного года) ценными бумагами. В результате средства, необходимые ежемесячно только для погашения ранее выпущенных облигаций (без учета купонных выплат по двух – трехлетним купонным бумагам, ОФЗ) достигли в первой половине 1998 года 10% – 15% месячного ВВП. Широкое участие иностранных инвесторов в финансировании

дефицита государственного бюджета резко усилило зависимость экономики России от конъюнктуры мировых финансовых рынков. При этом рынок корпоративных ценных бумаг в 1995-1998 гг. как по объемам, так и по динамике находился в полностью зависимом положении от ситуации на рынке госдолга.

Крах "пирамиды" ГКО стал тем не менее и крахом российского рынка акций, но уже по причине глобального падения национального инвестиционного имиджа России после дефолта по внутреннему госдолгу. Опосредованно на состоянии рынка акций сказывалась и нерешительность Правительства РФ и Центрального банка РФ в отношении девальвации рубля: инвесторы "закладывали" риск девальвации в цену государственных бумаг, что через рост их доходности вело к дальнейшему падению рынка акций.

Безусловно, столь значительное падение курсов акций и ликвидности рынка с осени 1997 по осень 1998 г. было связано с целым рядом факторов:

- в связи с финансовым кризисом резко возросла опасность общеэкономической рецессии с соответствующим падением прибыльности российских компаний и ухудшением их финансового положения;
- дефолт по государственным долговым бумагам, расцениваемый внутренними и внешними инвесторами как правовой нигилизм, серьезно подорвал доверие к ценным бумагам российских эмитентов;
- банковский кризис, связанный не только с потерями на финансовых рынках, но и с самим фактом ликвидации основного источника получения доходов – рынка ГКО-ОФЗ, привел к обострению кризиса неплатежей, который напрямую коснулся и участников рынка ценных бумаг;
- многие номинальные держатели, через которых были инвестированы средства иностранных инвесторов, контролировались финансовыми компаниями и коммерческими банками, попавшими в тяжелое финансовое положение.
- вывезенные из России капиталы, которые начали возвращаться в Россию через оффшорные структуры, переориентировались на другие объекты вложения средств. В итоге вызванное кризисом падение курсов акций российских компаний и уменьшение их ликвидности прямо повлияли на инвестиционные перспективы;
- рыночные оценки российских компаний значительно упали, что негативно сказалось на возможности владельцев российских компаний выгодно продать стратегические пакеты акций иностранным инвесторам;
- фонды прямых инвестиций, которые, по оценкам, еще в августе 1998 г. намеревались вложить в акции российских эмитентов порядка 1 млрд. долл., временно утратили интерес к вложению средств в российские проекты, поскольку получение прибыли от таких вложений через выпуск акций на рынке или продажу

акций стратегическим инвесторам в будущем при низких курсах становится нереальной.

Финансовый кризис 1998 г. стал серьезным испытанием для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Участники рынка, имевшие средства в государственных ценных бумагах, понесли значительные потери, что сказалось на профессиональной деятельности. Если до 1 июля 1998 г. отмечается рост числа профессиональных участников (брокерская и дилерская деятельность, доверительное управление ценными бумагами) и увеличение их капитала, то с августа ситуация резко изменилась на обратную. Существенно, что наибольший спад приходится на долю чисто брокерских услуг. Тенденция к сокращению числа профессиональных участников (до 50 % от предкризисного уровня) сохранится и в 2000 г. Вероятно также полное исчезновение этих видов профессиональной деятельности в ряде регионов (в наименьшей степени - Москва, Санкт-Петербург и Екатеринбург), что связано с завершением эпохи рынка, работающего по принципу "пылесоса» (региональные мелкие брокеры скупали акции для московских, которые перепродавали их нерезидентам). Одновременно в 1998 г. проявился также кризис дилерского рынка для иностранных инвесторов, тогда как "классические" биржи оказались в условиях кризиса более жизнеспособными.

Последующий период в сентябре 1998 – первой половине 1999 гг. можно охарактеризовать как период пост-кризисной стагнации рынка. Хотя уже осенью 1998 г. было возможно реанимировать некоторые сегменты финансового рынка России, вплоть до середины 1999 г. оставались нерешенными многие принципиально важные вопросы (неопределенность в отношении долгов и процентов по долгам, схема реструктуризации долга по ГКО, ясная программа регулирования и санации банковского сектора в условиях кризиса, общая социально-экономическая неопределенность относительно перспектив развития экономики России). Все это лишало остающихся жизнеспособными экономических агентов, по крайней мере, внятных краткосрочных сигналов и обусловливало стагнацию рынка.

В результате финансового кризиса особенно остро выявились недостатки отечественного рынка ценных бумаг:

- ориентация участников рынка на получение спекулятивного дохода и отсутствие интереса к долгосрочным вложениям;
- недопустимо низкое присутствие на рынке ценных бумаг отечественных индивидуальных инвесторов;
- минимальный интерес эмитентов к открытому рынку (в том числе в силу продолжающейся борьбы за контроль в корпорациях);
- слабые представления эмитентов касательно возможностей рынка по мобилизации капиталов;
- низкий уровень координации органов государственного регулирования рынка ценных бумаг и наличие хронического конфликта интересов соответствующих государственных органов;
- сохранение существенных пробелов и противоречий в нормативно-правовой базе рынка ценных бумаг.

3. Возможности краткосрочного пост-кризисного роста

1999 - начало 2000 гг. дают некоторые основания для оптимизма в отношении перспектив развития российского рынка ценных бумаг. Имеющиеся благоприятные оценки, например, в докладе Европейской комиссии ООН, связаны, прежде всего, с оживлением промышленности после девальвации рубля и ростом мировых цен на нефть и газ, которые привели к росту налоговых поступлений бюджета и росту доходов экспортеров. Положительная динамика отмечена в большинстве отраслей, в том числе хронически депрессивных в течение ряда лет (электротехника, легкая промышленность, переработка сельхозпродукции и др.). По данным Госкомстата РФ, сократилось число убыточных предприятий и организаций: в 1998 г. их доля составляла 48,3 %, в 1999 – 40,6 %. В свою очередь, Комиссия по экономике ООН предполагает в 2000 г. для Восточной Европы наиболее благоприятные условия экономического развития за последние 10 лет. При этом экономический рост в России приведет к оживлению во всех странах региона.

Продолжающийся в России пост-кризисный экономический рост 1998-1999 гг. (3,2 % ВВП, 8,1 % объем промышленного производства), относительная стабильность макроэкономической ситуации (по крайней мере – вопреки некоторым прогнозам – избежание гиперинфляции) и политические изменения на рубеже 1999-2000 гг. позитивно сказались и на состоянии российского рынка ценных бумаг. По оценкам большинства агентств и влиятельных финансовых изданий, российский фондовый рынок в 1999 г. вошел в тройку наиболее быстрорастущих рынков мира. Стоимость российских долгов за 1999 г. возросла, составив 60-70 % от номинала. Доходность по российским облигациям составила 130 % годовых (Бразилия – 39 %). Капитализация рынка «голубых фишек» за год увеличилась на 182 %. Индекс РТС-Интерфакс стал вторым в мире в 1999 г. по темпам роста (после Турции). В январе 2000 г. вновь проявился интерес инвесторов к компаниям второго эшелона, что является сигналом начавшейся переориентации инвесторов от чисто спекулятивных краткосрочных вложений к более длительной стратегии.

Существенно возросла доходность паевых инвестиционных фондов. С наибольшей доходностью закончили год те ПИФ, которые вкладывали средства в государственные бумаги и воспользовались результатами новации и ростом котировок ОВВЗ («Илья Муромец» – 1877 %, «Темплтон» - 854 %). Несмотря на ликвидацию нескольких фондов после кризиса, общее их количество практически не изменилось: в конце 1999 г. были созданы новые корпоративные. Более того, количество вкладчиков во многих ПИФ в 1999 г. увеличилось в 4-5 раз. Необходимо, тем не менее, заметить, что приток средств частных вкладчиков на рынок акций (в том числе посредством ПИФ и через Московский фондовый центр) связан не столько с преимуществами того или иного способа инвестирования, сколько с отсутствием на финансовом рынке альтернативных высокодоходных инструментов в 1999 г.

Доход иностранных фондов, инвестирующих средства в российские акции, по итогам 1999 г. составил 150 %. Эти результаты позволяют рассчитывать на привлечение интереса инвесторов к России после президентских выборов в марте 2000 г. Фактор политической стабильности в

данном случае важен, но для многих фондов не менее значимы и темпы роста рынка: их управляющие просто обязаны инвестировать в наиболее быстро растущие рынки.

В 1999 г. впервые после финансового кризиса некоторые крупные российские корпорации заявили о своем намерении выпустить депозитарные расписки ("Сибнефть", РАО "ЕЭС России"). Показательно также, что большинство российских корпоративных заемщиков на рынке еврооблигаций стремились в срок выполнять свои обязательства по текущим платежам. Для 1999 г. стало характерно также возрождение интереса к российскому рынку корпоративных облигаций. Некоторые крупнейшие компании осуществили выпуски в 1999 г. (в том числе в связи с новацией по госбумагам), в планах других – размещение в 2000 г.

На фоне этих сдвигов вероятным выглядит постепенное улучшение международного кредитного рейтинга России (с учетом ошибок и перестраховки ведущих агентств, проявившихся в 1998 г.), что прямо скажется на возможностях привлечения средств с международного финансового рынка правительством и корпорациями. Достигнутые в феврале 2000 г. договоренности правительства РФ с Лондонским клубом кредиторов усиливают оптимистические настроения в среднесрочном периоде, тем более что такая договоренность может стать весомым аргументом в урегулировании долга Парижскому клубу и МВФ.

Тем не менее, поводов для оптимизма не так много. На самом поверхностном уровне это проявляется (как и при благоприятных оценках) в присваиваемых России рейтингах в отношении перспектив финансовых рынков и развития корпораций. Так, влиятельный журнал "Институциональный инвестор" в своем обзоре страновых кредитных рейтингов на 1999 г. присвоил России 20 баллов - при максимуме 100 (наиболее низкая вероятность дефолта по суверенному долгу), или 105 место среди 135 стран. Первое место среди стран с переходной экономикой заняла Словения (28-е место в общем списке), среди бывших республик СССР – Эстония (51-е место в общем списке).

Традиционно публикуемый американским Фондом наследия "индекс экономической свободы" для 2000 г. оценивает инвестиционный климат в 161 стране мира. Россия занимает 121-е место, относясь к группе "по большей части несвободных стран" (сюда же отнесены, хотя и с лучшим результатом, практически все страны Восточной Европы и СНГ). В 2000 г. этот индекс для России составляет 3,7 (1999 – 3,5, 1998 – 3,35), т.е. отмечено ухудшение ситуации. При определении индекса права собственности и наличие препятствий для свободного движения капитала играют существенную роль. На оценку 2000 г. повлияли, в частности, введенные квоты для иностранцев в уставном капитале РАО ЕЭС России (25 %), Газпрома (20 %), компаний авиакосмической отрасли (25 %), ограничения для иностранных страховщиков, законодательные и судебные аспекты защиты прав собственности (включая независимое разрешение коммерческих споров), налогообложение, коррупция. Специальный обзор 99 стран с точки зрения коррупции ("Transparency International", 1998) отводит России 82-83 места (совместно с Эквадором) в группе стран «исключительной коррумпированности» наряду с большинством государств СНГ.

При всей условности (субъективности) подобных исследований, которые часто отражают лишь внешние представления о реальной ситуации, они остаются значимым ориентиром для частных инвесторов при оценке инвестиционного климата в стране.

В краткосрочном периоде годы для рынка ценных бумаг будут, видимо, характерны следующие основные тенденции:

- сокращение количества, укрупнение (слияние) и обострение конкуренции профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- пост-кризисный передел собственности в финансовых группах и корпорациях, который обусловит массовые злоупотребления и нарушения прав акционеров;
- низкая вероятность существенного усиления интереса иностранных инвесторов к российскому рынку, как в силу сохраняющихся внутренних налоговых проблем и неопределенности в отношении реструктуризации банковской системы, так и в связи с возможным обострением кризиса мировой валютно-финансовой системы;
- появление новых для российского рынка инструментов, связанных с попытками предприятий реального сектора найти альтернативные источники финансирования (корпоративные облигации, складские расписки, закладные бумаги)
- развитие новых форм коллективного инвестирования (закрытые паевые инвестиционные фонды в сфере недвижимости и др.);
- активизация деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и инвесторов (акционеров).

4. Актуальные задачи среднесрочного развития и регулирования

У российского рынка ценных бумаг существует значительный потенциал дальнейшего развития. В основе этого потенциала лежат такие факторы, как большое число созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ, значительное число перспективных предприятий, интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям, желание многих региональных и муниципальных органов власти осуществить выпуски своих займов (облигаций) и ряд других. Значительные перспективы роста российского рынка связаны с разумной политикой финансирования дефицита федерального бюджета посредством выпуска различных типов государственных ценных бумаг.

Благоприятные условия для среднесрочного развития рынка ценных бумаг обусловлены также целым рядом качественных характеристик, значимость которых не связана с текущей конъюнктурой:

- значительная недооценка активов (но этот фактор останется гипотетическим без эффективного менеджмента и роста прозрачности эмитентов);

- приток на корпоративный сегмент российского рынка ценных бумаг средств крупных российских инвесторов;
- приход на российский рынок консервативных зарубежных инвесторов;
- возрастание доли долгосрочных вложений глобальных фондов в российские корпоративные ценные бумаги;
- благоприятные сдвиги в развитии инфраструктуры рынка ценных бумаг;
- повышение прозрачности российского рынка;
- устранение политического риска;
- устранение риска девальвации рубля;
- снижение рисков, связанных с налогообложением;
- снижение рисков, связанных с защитой прав акционеров и "анти-аутсайдеровской" политикой менеджеров компаний;
- снижение рисков учета прав собственности на акции посредством создания центрального депозитария, связывающего региональные депозитарии;
- развитие системы коллективных инвесторов.

Ключевой задачей, которую должен выполнять рынок ценных бумаг в России, является, прежде всего, обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, притока национальных и зарубежных инвестиций на российские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

С учетом специфики формирования российского рынка ценных бумаг в рамках переходной экономики складывающаяся модель должна содействовать также достижению следующих целей:

- содействие в формировании условий для экономического роста;
- эффективное финансирование дефицита федерального бюджета посредством выпуска различных типов государственных ценных бумаг;
- надежная защита прав инвесторов;
- развитие процессов интеграции регионов России на основе формирования единого цивилизованного фондового рынка;
- стимулирование вложения капиталов российских инвесторов преимущественно в российскую экономику;
- превращение России в один из самостоятельных мировых центров фондовой торговли.

Следует принять во внимание пока еще формирующийся и промежуточный характер национальной модели рынка ценных бумаг. Более того, в условиях современной пост-кризисной ситуации слабость коммерческих банков в России стала особенно очевидной, а теоретическая дискуссия о принципиальном характере национальной модели корпоративного управления (проамериканская или прогерманская) лишилась своей основы. Необходимо также принять во внимание наметившиеся в мире тенденции к сближению различных типов финансовых систем (прежде всего по роли банковских и небанковских финансовых институтов). В любом случае уже сегодня очевидно, что в России идет процесс интенсивного формирования собственной модели рынка, которая должна вобрать в себя все лучшее, что уже создано в мире.

Эта модель может включать в себя любые системы торговли, применяющиеся на различных биржах и в различных сегментах рынка, однако должна строиться на основе единого информационного пространства и информационной прозрачности рынка.

При этом не исключается применение различных моделей для государственных, корпоративных и муниципальных ценных бумаг. Выработанная в ходе развития рынка ценных бумаг модель должна обеспечивать:

- максимальную ликвидность ценных бумаг, обращающихся на рынке;
- распределение ответственности и эффективную систему управления рисками;

информационную прозрачность рынка;

- возможность наращивать обороты без внесения существенных структурных изменений в модель;
- возможность технологической совместимости российского рынка ценных бумаг с зарубежными рынками.

Такой подход к развитию российского рынка ценных бумаг, в частности, предусматривался уже в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной указом Президента Российской Федерации № 1008 от 1 июля 1996 г. “Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации”. Институциональные реформы не могут считаться завершенными без создания конкурентоспособного финансового сектора, способного мобилизовать и предоставить реформируемой экономике инвестиционные ресурсы для ее развития. Стимулирование производства и инвестиций, структурная перестройка и повышение эффективности экономики являются определяющими факторами становления рыночной экономики. Принимая во внимание масштаб задач, которые предстоит решить в ближайшее десятилетие, очевидно, что Россия не может полагаться только на бюджетную систему и банковский сектор для обеспечения финансирования реконструкции экономики. Очевидно, что роль рынка ценных бумаг в этой связи приобретает исключительно важный характер.

Соответственно не может быть переоценена необходимость активной и целенаправленной политики государства в отношении развития рынка ценных бумаг, формирование модели регулирования рынка, которая будет адекватна конкретным условиям российской экономики, национальным интересам и традициям. Необходимость эффективного регулирования рынка очевидна:

- регулирование дает "правила игры" для цивилизованной конкуренции между участниками рынка, которая в конечном результате приводит к расширению и улучшению качества предлагаемых инвесторам услуг;
- регулирование создает условия, позволяющие населению с уверенностью вкладывать средства, а участникам рынка - безбоязненно расширять свой бизнес;
- регулирование обеспечивает высокие стандарты поведения участников, минимизируя риск мошенничества и злоупотреблений.

В силу вышеуказанных экономических и социальных причин и в силу важности этой отрасли для развития и стабилизации экономики, рынок

ценных бумаг на сегодняшний день должен рассматриваться как область интенсивного регулирования. С учетом накопившегося комплекса экономических и институциональных проблем 90-х гг. интенсификация государственного регулирования (от деклараций о намерениях и развития норм права до прямого вмешательства в наиболее острые конфликты) становится неизбежной. Эффективность такого регулирования в большой мере зависит от объемов, эффективности и интенсивности институционального регулирования.

При этом необходимо учитывать, что сам по себе рынок ценных бумаг – это не самодостаточный канал для инвестиций, но лишь одно из условий привлечения инвестиционных ресурсов. Иными словами, оптимальная настройка рынка на приток инвестиций зависит от гораздо более широко круга факторов. Очевидно, что реальный эффект может быть достигнут только в комплексе с другими мерами политического, макроэкономического и институционального характера.

Формирование общих предпосылок развития рынка в 2000-2010 гг.

5. Какие инвестиции нужны России

Текущее развитие российской экономики протекает на фоне серьезного инвестиционного кризиса. Он выражается как в острой нехватке инвестиционных ресурсов на рынке, так и в активном нежелании инвесторов (как внутренних, так и внешних) вкладывать средства в промышленность (реальный сектор). Отсюда – дальнейшее ухудшение структуры российской экономики, способное вывести ее из ряда индустриально развитых стран. Рейтинг конкурентоспособности 47 стран (International Institute for Management and Development, Швейцария, 288 критериев оценки) и рейтинг конкурентоспособности 59 стран (Всемирный экономический форум 1999 г.) отводят России последнее место в 1999 г.

Объем инвестиций в основной капитал снижается уже 12 лет и составляет по состоянию на май 1999 года 22% от уровня 1991 г. В 1998 г. инвестиции снизились еще на 6,8% в сравнении с предыдущим годом.

Наблюдается значительный отток капитала, а всего за годы реформ, по наиболее взвешенным оценкам – 130-140 млрд. долларов. Приток прямых частных иностранных инвестиций с 1993 г. составил около $ 10 млрд. Это примерно 8-10% от объема капитала, вывезенного из страны за эти годы, или минимальная оценка годового оттока капитала. Финансовый кризис 1998 года еще больше усугубил ситуацию. На международных рынках капитала позиции России заметно ослаблены, в конкуренции за инвестиции она уступает большинству стран Центральной и Восточной Европы, Юго-Восточной Азии.

Ожидания того, что приток зарубежных инвестиций в Россию после президентских выборов немедленно и существенно возрастет, вряд ли оправданы. Главная причина - сохраняющийся высокий уровень инвестиционных рисков, выходящих за рамки только политических проблем. В этой ситуации ***особое значение приобретает мобилизация внутренних источников инвестиций и, в особенности, денежных средств населения***. Тем не менее, необходимо поддержание разумного баланса всех известных типов инвестиций.

Девальвация рубля в 1998 г. способствовала росту рентабельности предприятий, экспортирующих свою продукцию. Рост объемов производства в импортозамещающих отраслях также увеличивает объем прибыли и рентабельность (вследствие наличия существенной величины постоянных издержек в структуре затрат). В целом по экономике прибыль по сравнению с 1998 годом возросла почти в 3,0 раза, а реальном исчислении – на 120%. Доля убыточных предприятий промышленности по сравнению с 1998 г. сократилась на 10 процентов. В 1999 году организации и предприятия всех форм собственности инвестировали в основной капитал 598,7 млрд. руб. В прошедшем году впервые за 12 лет динамика инвестиций в основной капитал имела положительное значение: по сравнению с 1998 годом прирост инвестиций в основной капитал составил 1,0%.

Тем не менее более половины этих вложений приходится на федеральные естественные монополии. Это означает, что промышленность в целом деградирует, испытывая недостаток инвестиций при отсутствии внутренних источников накоплений. При этом в процессе монетизации экономики объем инвестиций может сократиться по объективным причинам, так как в "живых" деньгах инвестиционные товары могут заметно подорожать по сравнению с расчетами по бартеру или в денежных суррогатах, снизив склонность предприятий к инвестициям.

Одна из ключевых проблем состоит в том, что средние предприятия не имеют заинтересованности в реструктурировании и росте производительности, более производительные предприятия проигрывают менее производительным и не имеют стимулов к инвестициям. В основе этого явления лежат неравноправные условия функционирования (конкуренции) предприятий: для сходных предприятий - различные ставки и режимы налогообложения, разные тарифы на энергоресурсы, разные требования к должникам, неравные административные требования и возможности доступа к экспорту, неравенство перед законом, сопротивление реструктурированию со стороны местных властей (проблема социальной напряженности), неравный доступ к земле и государственным заказам, к экономической информации, коррупция и др.

Принципиальный вывод, иными словами, состоит в том, что в основе экономического роста (по крайней мере, на стартовом этапе) в современных условиях России должны лежать не столько очень крупные инвестиции (понимаемые многими как труднодоступная панацея, и часто – как самоцель), сколько жесткие, в значительной степени политические, усилия по формированию общей благоприятной среды функционирования предприятий.

Таким образом, основной акцент при выборе дальнейших путей реформирования должен быть сделан именно на институциональных аспектах (законодательство, защита прав собственности, равнодоступные финансовые рынки, равные условия конкуренции, инфорсмент) модернизации и привлечения инвестиций.

6. Институциональные риски

На протяжении всех 90-х гг. происходило движение России к институтам рыночной экономике и демократическим ценностям. В то же время, помимо обвальных финансовых кризисов, инвестиционного голода и

регулярных имущественных скандалов, имманентными чертами этого движения стали хроническая незавершенность институциональных реформ, система мягких бюджетных ограничений и иерархические торги государства и крупных корпораций, переходящие один в другой этапы перераспределения собственности, фактически полная незащищенность прав собственности, невыполнение контрактных обязательств, неэффективность и коррумпированность сложившейся системы государственного управления, государственный инфорсмент как мера селективного воздействия, частный инфорсмент как разновидность криминального выяснения отношений.

Имевшее место продвижение в отдельных важных областях (прогрессивное корпоративное законодательство с 1996 г., потенциально эффективный механизм банкротства с 1998 г., система регулирования рынка корпоративных ценных бумаг, антимонопольное законодательство с 1998 г.) лимитировалось описанными выше ограничениями, и эти механизмы не могли полноценно выполнять свои функции. Это стало особенно очевидно к началу 2000 г. Большинство принимавшихся во второй половине 90-х гг. программ институциональных реформ в рассматриваемых областях фактически остались на бумаге. Это наследие 90-х гг. необходимо либо принять как должное, либо приготовиться к новому этапу жестких институциональных реформ.

В самом общем виде позиция может быть сведена к четырем пунктам: защита прав собственности, неприятие деприватизации и криминального передела собственности, эффективный госсектор, "диктатура закона".

От государства требуется более четко определить свою позицию, по крайней мере, по четырем принципиальным вопросам.

Во-первых, это опасность реприватизации в России в целом как фактор снижения инвестиционной привлекательности страны (в частности, в 1999 г. неофициально называлась цифра порядка 40 % предприятий (от общего числа), приватизированных с нарушениями законодательства). Это может быть собственно национализация, или деприватизация (т.е. возврат приватизированного имущества государству), или реприватизация (деприватизация с последующими "правильными" приватизационными сделками). Суть проблемы состоит в том, что национализация в России уже давно идет, причем в самых разнообразных формах: на уровне общей идеологии и политической борьбы (наиболее ярким примером является принятие федерального закона от 07.05.98 N 74-ФЗ касательно РАО "ЕЭС России"), пересмотр приватизационных сделок с инвестиционными условиями, возврат пакетов акций государственным структурам за долги, формирование новых (в том числе государственных) холдингов, активность региональных властей по установлению контроля над бюджетообразующими предприятиями, использование деприватизации менеджерами как инструмента корпоративной борьбы (наиболее известен скандал 1999 г. вокруг Ломоносовского фарфорового завода).

Общая неопределенность (непрозрачность) политики государства в данной сфере является одним из основных факторов, препятствующих созданию благоприятного инвестиционного имиджа России. В настоящее время необходимы, по крайней мере, два решения для снятия остроты проблемы: во-первых, краткосрочное – жесткая и обоснованная декларация

о намерениях со стороны правительства, во-вторых, правовое – принятие закона «О национализации в РФ» с указанием принципиальных процедур и описанием мер защиты интересов инвесторов – добросовестных приобретателей (процедуры компенсации инвесторам и процедуры защиты интересов добросовестных приобретателей с учетом уже состоявшихся многократных перепродаж).

Во-вторых, это резкое ***ускорение процессов перераспределения собственности в России и обострение (ужесточение) корпоративных конфликтов*** после финансового кризиса 1998 г. В ряде случаев основанием для консолидации контроля или корпоративной агрессии стало резкое обесценение корпоративных бумаг. Напротив, некоторые держатели пакетов, включая эмитентов, попытались улучшить финансовое положение за счет сброса акций. Многие коммерческие банки и финансовые группы, оказавшись на грани или в процессе банкротства, рассчитывались по своим обязательствам за счет переуступки принадлежащих им пакетов акций в реальном секторе. В рамках приватизационных продаж отдельные держатели пакетов попытались консолидировать имеющиеся пакеты в интересах контроля с минимальными затратами.

В то же время кризис активизировал использование дополнительных эмиссий акций и производных бумаг, долговых схем (секьюритизации долгов), инструментария банкротства, реорганизаций компаний. В этих условиях стали более заметными и успешными попытки региональных элит взять под контроль основные предприятия своего региона.

Среди наиболее известных корпоративных конфликтов 1999-2000 гг. - противостояние СИДАНКО и ТНК, Транснефть, Ломоносовский фарфоровый завод, Выборгский ЦБК (вооруженный захват), Ачинский глиноземный завод (вооруженный захват), Кузнецкий металлургический комбинат, Качканарский ГОК (вооруженный захват), Нижнесалдинский металлургический комбинат (вооруженный захват), угольные разрезы в Красноярском крае и Кузбассе, алюминиевые предприятия, Мосхимфармпрепарат (унитарное предприятие, попытка вооруженного захвата), Орско-Халиловский металлургический комбинат (фактически впервые в корпоративной истории России выпущены альтернативные дополнительные эмиссии).

Методы борьбы носят в основном процедурный характер: ведение двойного реестра, двоевластие в АО (два собрания, два совета директоров, два генеральных директора), переход на единую акцию и др. Тем не менее, в ряде случаев вооруженный захват предприятия вновь, как и в “дикие” 1993-1995 гг., становится одним из широко используемых способов установления корпоративного контроля. Чаще всего для этих конфликтов характерен правовой нигилизм, когда захватчик власти в корпорации игнорирует реальную структуру акционерного капитала и тонкости процедурных вопросов управления.

Такое обострение ситуации в ряде крупных предприятий связано со стремлением завершить передел собственности любыми способами до президентских выборов, чтобы поставить новую федеральную власть уже перед свершившимся фактом. Есть и более глубинные причины: общая кризисная ситуация в сфере инфорсмента.

Основная проблема состоит в том, что эти конфликты - лишь вершина айсберга. Если в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25 %

российских корпораций, в начале 1998 г. - в 50 %, то после кризиса 1998 г. вновь произошел откат назад. В пользу вновь начавшегося в 1998-1999 гг. массового перераспределения собственности в корпоративном секторе говорят данные регистраторов: во-первых, осенью 1998 – в 1999 гг. общий объем перерегистрации сделок с акциями у регистраторов практически не изменился в меньшую сторону, во-вторых, в 1999 г. практически до «0» (против 20 в 1998 г.) сократилось количество регистраторов, которые обслуживали более 500 000 владельцев именных ценных бумаг. К этому можно добавить, тот факт, что по итогам 1999 г. в РФ зарегистрировано около 19 000 выпусков ценных бумаг (20 000 в 1998 г.), но при этом количество случаев закрытой подписки возросло в 2 раза, количество случаев открытой снизилось в 7 раз (по сравнению с 1998 г). В целом это означает, что идет не только процесс перераспределения, но консолидации акционерной собственности.

Безусловно, перераспределение собственности является нормальным и эффективным механизмом корпоративного управления и контроля за менеджерами в рамках цивилизованных процедур, если итогом такого перераспределения становится эффективность компании на микроуровне, экономический рост в рамках национальной экономики. В условиях российской специфики этот механизм выполняет несколько иные функции. Эти тенденции (как в силу объективных процессов переходной экономики, так и с учетом многих субъективных факторов) сохранятся в ближайшие годы, что может усилить нестабильность прав собственности и потребует ужесточения политики защиты интересов инвесторов (акционеров). Соответственно, ***приоритетной задачей остается формирование четкого правового поля такого перераспределения***.

Требуется детальный анализ типовых корпоративных конфликтов и применявшихся способов их урегулирования. На этой основе должны быть, во-первых, внесены адекватные поправки в законодательство, во-вторых, выработана типовая модель ответной реакции уполномоченных органов государственной власти.

В-третьих, острой проблемой остается ситуация в ***области инфорсмента***, тесно связанная с корпоративными конфликтами. Построение соответствующей инфраструктуры и политическая воля, направленная на исполнение законодательства, является необходимым условием формирования правового поля для цивилизованной смены собственников..

В пользу дальнейшего ужесточения инфорсмента на рынке ценных бумаг со стороны регулирующего органа свидетельствуют в первую очередь объемы и количество различных видов нарушений. Так, среди наиболее типичных видов выявленных в 1998-1999 гг. правонарушений можно указать:

- выпуск в обращение ценных бумаг без их государственной регистрации;
- деятельность на рынке ценных бумаг лиц без соответствующей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;
- отсутствие реестра владельцев размещенных именных ценных бумаг;
- неправомерные отказы во внесение записей о переходе прав собственности или неправомерное внесение таких записей в реестр

владельцев именных ценных бумаг специализированными регистраторами;

- осуществление операций с ценными бумагами без поручения их собственника или неосуществление таких операций при наличии поручения собственника;
- ***нарушения установленных процедур корпоративного управления акционерными обществами;***
- нарушения установленного порядка раскрытия информации эмитентами ценных бумаг и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Проблема инфорсмента тесно связана с реформой государственных институтов.

В-четвертых, это ***укрепление институтов государственной власти***, преодоление синдромов и последствий слабого государства, характерного для России с конца 80-х годов. ***Благоприятный инвестиционный климат немыслим без укрепления государства. А укрепление институтов власти без повышения инвестиционной активности может привести к возникновению бедного полицейского государства***. Можно выделить ряд направлений, в которых необходима активизация деятельности Президента и правительства для укрепления государства:

- обеспечение реальной независимости судебных и налоговых органов от влияния исполнительных властей;
- решение комплекса задач по укреплению позиций федерального центра по отношению к субъектам федерации;
- проведение реформы госслужбы;
- разработку специальной Антикоррупционной программы.

7. Макроэкономические риски

Необходимой предпосылкой развития рынка ценных бумаг (инвестиционной активности) является низкий уровень инфляции, равно как и предсказуемость поведения цен в экономике. Поэтому ***важнейшей задачей остается проведение политики, направленной на устойчивое снижение инфляции и инфляционных ожиданий***. Требуется ужесточение контроля за доходами и расходами бюджета, завершение в кратчайшие сроки создания централизованной казначейской системы исполнения бюджета. Без серьезных усилий по урегулированию проблемы государственного долга, а также без введения жестких ограничений на формирование государственного долга невозможно сколько-нибудь серьезно улучшить имидж России в глазах инвесторов. Полученная Правительством отсрочка должна быть использована эффективно для реструктуризации накопленных обязательств, но не набора новых.

Макроэкономические показатели ухудшились вследствие кризиса, но достигнутая ранее финансовая стабилизация не сорвана. Инфляция повысилась, составив за 1999 г. около 36 %, но не вышла за допустимые рамки (в 1999 г. ожидалось около 50% против 11% в 1997 г.). Достигнута относительная стабильность рубля. Наблюдается устойчивое положительное сальдо внешнеторгового баланса. Улучшился, причем существенно, платежный баланс. Наблюдается рост промышленного производства, чему

немало способствовал продолжительный период относительной стабильности цен естественных монополистов и ТЭКа.

Сутью макроэкономической политики должно быть поддержание стабильности, то есть существующего, хотя и довольно неустойчивого, равновесия. Перед правительством будет стоять задача при помощи инструментов валютной и бюджетной политики поддерживать благоприятные условия для роста, к которым относятся поддержание стабильности реального курса рубля (недопущение его быстрого роста в реальном выражении), рационализация политики бюджетных расходов, стимулирование экспорта. Однако критически важным здесь является способность денежных властей удержаться от искушения инфляционного расширения спроса, как через необоснованно низкие процентные ставки, так и финансируя бюджетных дефицит за счет Центрального банка. Это будет тем более сложно, что при продолжении выплат внешнего долга за счет резервов Центробанка неизбежно будет происходить заметный рост денежной базы.

8. Политические риски

Два взаимосвязанных фактора представляются особенно важными для оценки того нового состояния российского общества, которое сложилось в 1999 году и которое будет оказывать влияние на развитие экономико-политической ситуации в стране в обозримой перспективе. Это – исчерпание задач собственно посткоммунистической трансформации и начало сближения политических позиций ведущих политических сил страны. Названные обстоятельства свидетельствуют и о приближении к концу периода радикальной, революционной трансформации общества, для которого характерна непримиримая политическая борьба и порождаемая этим противостоянием слабость государственной власти.

Россия стала страной с рыночной экономикой и демократической Конституцией. Дальнейшее развитие России, ее успехи или трудности, прорывы и кризисы будут определяться этим, фундаментальным результатом нашей деятельности в последнее десятилетие XX века.

Однако возможны колебания и повороты вспять. Страна не гарантирована от срыва в популистские эксперименты с соответствующими последствиями для денежного и товарного рынков. Но все эти и другие возможные кризисы уже не будут прямым следствием коммунистического наследия, а будут связаны с текущей политической борьбой, с поиском ответов на новые вызовы экономической и политической жизни.

Справедливость вывода о преодолении коммунистического наследия свидетельствует и опыт преодоления финансового (а фактически финансово-политического) кризиса 1998 года. Несмотря на ожидания полного развала, возвращения к товарному дефициту и политической диктатуре, страна смогла найти выход из кризиса в рамках существующей и принятой в современных рыночных экономиках системе мер – преимущественно мерами денежной и бюджетной политики.

В результате названных факторов, а также ряда других обстоятельств, на рубеже 1999-2000 годов сложилась уникальная политическая ситуация с точки зрения дальнейших перспектив проведения экономических реформ. Новизна ситуации определяется не только появлением нового

политического лидера, не связанного пока обязательствами перед сохранившими свои позиции и новыми финансовыми группировками. ***2000 год должен быть решающим: во-первых, существует уникальная возможность проведения единой и осознанной политики как минимум в течение 8 лет в условиях потенциальной политической стабильности (даже ожидание такой стабильности дает ощутимый эффект на фондовом рынке в начале 2000 г.), во-вторых, только на старте новой экономической политики и продвижения в институциональной сфере возможен принципиальный отказ от модели олигархического (приятельского, криминального) квази-капитализма.***

9. Внешние риски

Макроэкономические параметры зависят не только от внутренних российских условий, но и от мировых, конъюнктура которых в данный момент сложилась благоприятным образом для российской экономики.

Реализуемый Банком России в настоящее время вариант валютного регулирования предполагает лицензирование ввоза капитала, осуществляемого в полном соответствии с российским законодательством, которое зачастую создает, по сути, запретительный режим для иностранных инвестиций. В то же время не существует эффективных механизмов, препятствующих вывозу капитала из страны. Те же механизмы, которые используются для ограничения вывоза капитала, значительно осложняют торговлю с иностранными партнерами, так как повышают трансакционные издержки и снижают скорость оборота капитала. Значительная часть капитала вывозится под маркой текущих операций. По сути, действующий порядок контроля над движением капитала действует наоборот: стимулирует утечку и препятствует ввозу. Вопрос требует немедленного решения.

Сильнейшим фактором нестабильности, связанным с возможной финансовой несостоятельностью государства, является огромный государственный долг, в первую очередь внешний. Объем государственного долга несопоставим с источниками обеспечения, временная структура платежей по обслуживанию государственного долга крайне неблагоприятна. В настоящий момент объем внешнего долга правительства РФ составляет более $150 млрд., что эквивалентно приблизительно 90% ВВП этого года. Запланированные платежи должны были составить около 90% доходов бюджета, что нереально. Пожалуй, существует немного стран в мире, которые строили государственный долг столь безграмотно, как Россия в 1995 - 1998 гг. Все известные аксиомы, касающиеся технологии управления государственным долгом, были нарушены.

Состояние государственного долга предопределяет низкий кредитный рейтинг России и высокие процентные ставки, поэтому *без решения проблемы задолженности нельзя рассчитывать на значительный приток капитала* на приемлемых условиях. В то же время полное обслуживание долга непосильно для российской экономики. Нужна глубокая реструктуризация долга, а это возможно только при наличии убедительной программы реформ. Вместе с тем еще в 1996 году стало ясно, что только макроэкономической стабилизации и даже снижения процентных ставок будет недостаточно для возобновления экономического роста и

повышения инвестиционной активности. Кризис 1998 года это подтвердил. *Нужны серьезные и комплексные институциональные изменения.*

Основные элементы развития национальной модели рынка ценных бумаг

10. Системное законодательство

Развитие правовой базы рынка требует *системного* подхода к разработке и обновлению законодательства и проведение работ по упорядочению состава и систематизации федерального законодательства. Такой подход предусматривается, в частности, в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной Указом Президента РФ № 1008 от 1 июля 1996 г. "Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации". Основными ***принципами развития нормативной правовой базы рынка*** должны стать:

- развитие нормативной правовой базы рынка как часть проводимой в России правовой реформы;
- преемственность в развитии нормативной правовой базы рынка, эволюционный характер этого процесса;
- декларирование политики в области совершенствования нормативной правовой базы рынка в целях информирования его субъектов о планируемых изменениях правового режима;
- использование гражданского права как основы для развития специальной нормативной правовой базы рынка в сочетании с формированием новых правовых институтов, способствующих становлению и развитию рынка;
- преимущественная и всесторонняя защита законных прав и интересов инвесторов;
- создание разнообразных форм компенсаций, систем взаимных гарантий и страхования на рынке ценных бумаг в целях снижения риска при осуществлении инвестиций в ценные бумаги и повышения доверия инвесторов к рынку ценных бумаг;
- обеспечение инвесторов полной и достоверной информацией о ценных бумагах и их эмитентах, развитие вневедомственного и общественного контроля за достоверностью информации;
- создание равных условий и обеспечение конкуренции при осуществлении предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг;
- создание системы независимого общественного контроля деятельности на рынке, развитие общественной инициативы и повышение роли общественных объединений инвесторов, профессиональных участников рынка в формировании отвечающего потребностям современного общества рынка.

Среди ***основных направлений развития нормативной правовой базы рынка*** необходимо выделить:

- разработку комплекса требований к профессиональным участникам рынка;
- повышение требований к профессиональной компетентности лиц, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке и

занимающих ведущие должности в организациях-участниках рынка;

- развитие и ужесточение нормативной правовой базы, регулирующей выпуск и обращение производных финансовых инструментов;
- развитие эффективных и недискриминационных механизмов надзора за деятельностью организаторов торговли ценными бумагами;
- совершенствование системы административной и уголовной ответственности за правонарушения на рынке ценных бумаг;
- постепенное увеличение степени открытости рынка для инвесторов и финансовых институтов;
- введение системы эффективного надзора за деятельностью профессиональных участников рынка, обслуживающих граждан;
- повышение требований к профессиональным участникам рынка, обслуживающим все формы коллективных инвестиций;
- развитие третейского судопроизводства и института посредничества при разрешении споров.

Существующая нормативная правовая база фрагментарна и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов. Необходима систематизация и кодификация законодательства в этой сфере. Среди важнейших "белых пятен" необходимо отметить:

- отсутствие процессуальных возможностей предъявления иска в интересах большого или неограниченного круга лиц (коллективных исков);
- отсутствие законодательства, регулирующего торговлю ценными бумагами в сети Интернет;
- отсутствие законодательства об инсайдеровских сделках;
- сохраняется проблема предотвращения (пресечения) манипулирования ценами на рынке;
- на начальной стадии находится регулирование сделок между аффилированными лицами.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» следует дополнить составами административных правонарушений на рынке ценных бумаг либо разработать и принять отдельный федеральный закон. ***Изменения в Гражданский процессуальный кодекс РСФСР*** и в Арбитражный процессуальный кодекс должны быть связаны, во-первых, с проблемой дальнейшего совершенствования механизма наложения ареста на бездокументарные ценные бумаги при обеспечении иска в гражданском и арбитражном процессах, а также на стадии исполнения судебных решений. Во-вторых, они должны учесть возможность исков о защите неопределенного круга граждан — владельцев ценных бумаг, эффективной формы судебной защиты.

В Уголовно-процессуальный кодекс РСФСР необходимо внести изменения в целях совершенствования механизма наложения ареста на ценные бумаги и мер по обеспечению гражданского иска в рамках уголовного судопроизводства, а также наложения ареста на ценные бумаги, являющиеся вещественными доказательствами в уголовном процессе.

Требуется также ***принятие новых специальных законов*** (или, по крайней мере, учет этих проблем в рамках поправок в Закон "Об акционерных обществах"). Так, ***принятие Закона "Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг"*** необходимо в целях установления ответственности как профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и иных лиц, располагающих служебной информацией, за совершение сделок с использованием такой информации в своих интересах (с получением незаконного дохода) или передавших такую информацию для совершения сделок третьими лицами.

В этом законе должны присутствовать (1) нормы, определяющие круг лиц, располагающих служебной информацией; (2) нормы, устанавливающие запрет на использование ими такой информации для заключения сделок и передачу ее для совершения сделок третьим лицам; (3) нормы, предоставляющие право федеральному органу исполнительной власти, осуществляющему государственное регулирование рынка ценных бумаг, налагать штрафы в случае совершения определенными в проекте лицами сделок с ценными бумагами с использованием служебной информации, а также за передачу такой информации для совершения сделок третьим лицам, в том числе на аудиторов эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, заключившего с этим эмитентом договор, служащих государственных органов, имеющих в силу контрольных, надзорных или иных полномочий доступ к служебной информации в соответствии с законодательством Российской Федерации и иными нормативными актами о государственной службе. Принятие закона может повысить ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных лиц при совершении ими сделок с ценными бумагами, устранить причины недобросовестной конкуренции.

Принятие Закона "Об аффилированных лицах" необходимо для четкого определения понятия аффилированного лица и установления требований и порядка совершения сделок с аффилированными лицами или с участием аффилированных лиц. Понятие аффилированных лиц целесообразно определять посредством выделения ряда взаимосвязей между юридическими и (или) физическими лицами, при наличии которых имеет место отношение аффилированности. Эти взаимосвязи возможно разделить на несколько групп по следующим основаниям: участие в органах управления; участие в капитале; имущественные отношения; родственные отношения; деловые отношения.

Очевидно, что список необходимых изменений можно продолжать, но общим требованием является систематизация и кодификация законодательства о ценных бумагах.

Необходимо принятие законов, регулирующих отношения в сфере использования сети Интернет. В противном случае распространение нарушений прав инвесторов с использованием этой сети будет сопоставимо с числом пользователей сети в России.

11. Оптимальный баланс и защита интересов инвесторов (акционеров)

Для эффективного и стабильного развития рынка ценных бумаг необходимо взвешенное регулирование различных типов участников рынка: перекосы в пользу той или иной группы недопустимы.

Федеральный закон "Об акционерных обществах" особенно нуждается в целом ряде поправок и дополнений в плане **защиты интересов инвесторов**. Внесение изменений и дополнений вызвано как необходимостью приведения положений указанного закона в соответствие с иными федеральными законами, принятыми позднее, так и практикой применения указанного закона.

Регулярное обобщение подобной практики (судебной, административной) должно служить основой для совершенствования законодательства. Однако ни один, даже высоко детализированный, закон не может предусмотреть все нюансы и тонкости корпоративных отношений, складывающиеся на практике. Даже наиболее развитые правовые модели регулирования корпоративных отношений, имеющие столетнюю историю, постоянно корректируются в части пресечения новых и новых злоупотребления и манипуляций.

Если принять во внимание существующую структуру собственности и практику консолидации контроля в российских корпорациях, пока не приходится говорить о стабилизации прав собственности и их высокой степени определенности (четкости). Продолжение борьбы за контроль в условиях пост-приватизационной трансформации структуры собственности – это то объективное препятствие, которое заметно снижает эффективность любых правовых мер защиты прав акционеров. Именно этот фактор является решающим для понимания основных проблем как в области защиты прав акционеров, так и - более широко - для оценки перспектив становления российской модели корпоративного управления и модели рынка ценных бумаг.

Еще более существенной практической проблемой (для развития корпоративного законодательства в интересах акционеров) является проблема перманентной утечки активов (через трастовые схемы, трансфертные цены, договоры о сбыте с занижением цены и т.д.) и узкогруппового контроля финансовых потоков (в рамках проблем консолидации формального и/или реального корпоративного контроля). Собственно корпоративное право – несмотря ни на какие дополнения и изменения – не способно дать адекватный ответ массовому воровству в ущерб формальным собственникам, по крайней мере, в современных российских реалиях.

Это означает, в частности, что концептуально – по крайней мере, с учетом экономического содержания принимаемых новых норм корпоративного законодательства – необходимо акцентировать внимание:

- на расширении сферы мониторинга действий инсайдеров (менеджеров и крупных акционеров) со стороны мелких акционеров-аутсайдеров;
- ужесточения законодательно установленных санкций (мер ответственности) за такие действия.

Необходимо заметить, что речь *не* идет в данном случае о необходимости *абсолютной и безоговорочной поддержки* мелких акционеров со стороны закона и государства против крупных держателей (поддержание баланса интересов разных групп не менее необходимо).

Обсуждаемые меры должны быть направлены на ***поиск действующего в современных российских реалиях механизма контроля, который мог бы - через внутренние конфликты - затруднять инсайдерам манипуляции с активами АО в ущерб как самому АО, так и не вовлеченным в этот процесс акционерам, кредиторам и государству.***

Последовательность предоставляемых прав в данном случае должна облегчить акционеру *упрощенные и поддерживаемые регулирующими органами процедуры* реализации своих прав.

Необходимо также ***правовое урегулирование противоречия между законом "Об акционерных обществах" и Кодексом законов о труде*** в части увольнения генерального директора АО. Введение контрактной системы найма (которая сегодня не принимается во внимание судом со ссылкой на КЗОТ) облегчило бы применение мер ответственности к исполнительным структурам АО.

12. Создание условий для эмитентов по привлечению инвестиций

К основным направлениям ***создания условий для привлечения инвестиций*** относятся:

- снижение барьеров для выхода предприятий на рынок инвестиционных ресурсов (упрощение процедуры и сокращение сроков регистрации выпуска ценных бумаг);
- налоговое стимулирование предприятий к инвестициям, направленным на получение реального экономического эффекта.
- разумные требования по раскрытию информации.

Улучшение ситуации в области раскрытия информации является отдельной задачей в настоящее время. Верна, как стратегическое направление, политика ФКЦБ России на расширение объема и качества информации об эмитенте и эмиссии до международных стандартов. Однако применение такого подхода ко всем предприятиям сомнительно в силу различия их позиции на рынке, влияния фактора конкуренции и криминализации. Видится целесообразным формирование базового стандарта раскрытия информации, построенного на международных стандартах бухгалтерского учета, применимого ко всем публичным, а также желающими в таковые преобразоваться компаниям. Дальнейшее ***увеличение прозрачности есть разумный компромисс между эмитентом, защищающим свою коммерческую тайну и требованиями потенциальных инвесторов***. В этом случае и эмитент, и инвесторы сознательно оценивают и принимают на себя риск неполноты информации.

13. Конкурентоспособные профессиональные участники

Совокупность действующих на рынке ценных бумаг профессиональных участников представляет чрезвычайно важную отрасль рыночной экономики. Соответственно, в задачи государственного регулирования входит обеспечение развития рынка ценных бумаг как одной из важнейших отраслей сферы финансовых услуг, и сохранение национального контроля за этой отраслью. Это предполагает, во-первых, стимулирование операций с российскими ценными бумагами в России, во-вторых, обеспечение конкурентоспособности российских финансовых

институтов по отношению к иностранным финансовым институтам, действующим на российском рынке ценных бумаг.

Следует, отметить, что на рынке практически отсутствуют ***инвестиционные банки***, появление которых крайне важно для развития рынка ценных бумаг и экономики в целом. Операции коммерческих банков, выполняющих частично некоторые виды инвестиционной деятельности, не эффективны в силу, к примеру, норм регулирования (финансовые коэфициенты, нормы резервирования) и неприменимости традиционных для коммерческих банков технологий работы и принятия решений к инвестионной деятельности. Профессиональные участники (некредитные организации), позиционирующие на рынке в качестве инвестиционных банков, ограничены в деятельности по причине отсутствия в законодательстве такого института и норм, регламентирующих его функционирование. Следует разработать и ввести в действие Закон «Об инвестионных банках и инвестиционно-банковской деятельности», в котором дать определение и провести отличие инвестиционной банковской деятельности от коммерческой. «Зеркальные» изменения потребуется вносить и в Закон «О банках и банковской деятельности». ***Такое «разделение» не предполагает административных мер на «физическом» уровне, а позволяет в долгосрочном плане создать условия для эволюционного преобразования профессиональных участников, и коммерческих банков в том числе, в инвестицонные банки по мере роста их собственного капитала и относительного уменьшения их зависимости от привлеченных денежных средств.*** В качестве мер среднесрочного характера, целесообразно «функциональное разделение» коммерческой и инвестиционной (профессиональной деятельности наи рынке ценных бумаг) деятельности в рамках одного юридического лица, что предпологает внесение соответствующиех изменений в нормативную базу регулирования коммерческих банков. Такой переходный период позволит банкам без ломки сложившейся структуры подготовиться к освоению операций, характерных для инвестиционных банков.

Для ***развития брокерской и дилерской деятельности*** необходимо решить следующие стратегические задачи:

- внедрение на рынок новых финансовых инструментов;
- развитие стандартов внутреннего контроля;
- повышение стандартов профессиональной деятельности;
- повышение уровня профессионализма специалистов на рынке ценных бумаг;
- развитие системы регулирования и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг на основе саморегулирования;
- развитие системы сбора и раскрытия информации о профессиональных участниках рынка ценных бумаг;
- .

Главной стратегической задачей регулирования брокерской деятельности является защита интересов инвесторов по следующим основным направлениям:

- преодоление асимметрии информации между брокером и клиентом, возникающей в силу того, что брокер как профессиональный участник рынка обладает большей

информацией о качественных характеристиках предлагаемых инвестору ценных бумагах, а также ценовых и объемных характеристиках рынка;

- обеспечение условий приоритетного исполнения клиентских заявок на покупку и продажу ценных бумаг по сравнению с операциями за собственный счет (дилерскими операциями);
- предотвращение несанкционированных операций с клиентскими ценными бумагами.

Имеющиеся конфликты интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (игнорирование приоритетного интереса клиента по отношению к собственным интересам, незаконное использование средств клиентов), несоблюдение требований прозрачности профессиональными участниками требуют ***внедрения специальных инструментов защиты имущественных интересов инвесторов***.

В целом же решение проблемы защиты инвесторов путем страхования и создания компенсационных схем требует разработки отдельной программы страхования рисков инвесторов на рынке ценных бумаг, предусматривающей комплекс долгосрочных мероприятий по созданию системы страхования рисков и компенсации инвесторам ущерба от противоправных действий в сфере рынка ценных бумаг, а также подготовки необходимых законов и иных нормативных правовых актов.

В число ***текущих мер по развитию брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг*** входят:

- введение бессрочных лицензий и квалификационных аттестатов. Фондовый рынок прошел этап первичного формирования в результатет которого в России появились как устойчивые организации – профессиональные участники фондового рынка, так и специалисты.
- снижение стоимости для брокеров услуг бирж и других организаторов торговли, а также услуг на перерегистрацию прав собственности. Это может рассматриваться как необходимое условие привлечения мелких инвесторов на российский фондовый рынок. Проблема должна решаться за счет поддержания высокого уровня конкуренции среди инфраструктурных организаций и снижения транзакционных издержек на основе развития инфраструктуры;
- сохранение высокого уровня конкуренции между брокерами путем предотвращения монополизации всех сегментов рынка группой лидирующих участников;
-
- более жесткое регулирование финансовых рисков в брокерско-дилерских компаниях, развитие различных систем страхования их рисков;
- формирование правовой базы для преодоления конфликта интересов при совмещении функций брокерской, дилерской деятельности и деятельности по ответственному хранению и обслуживанию ценных бумаг клиентов;
- развитие системы функционального регулирования брокерской деятельности на основе взаимодействия государственных органов и

саморегулируемых организаций участников рынка ценных бумаг;
- развитие и детализация правовой базы деятельности брокеров в качестве комиссионеров.
-
- правовая детализация института номинального держателя,
- развитие и регламентация форм кредитования клиентов под залог ценных бумаг;
- совершенствование стандартов внутреннего учета («back-office») на основе дифференцированного подхода к различным категориям профессиональных участников.

14. Эффективная и низкозатратная инфраструктура рынка

Финансовый кризис 1998 года выявил и обострил проблемы развития данной отрасли. В перспективе для учета потребностей различных групп инвесторов необходимо развивать в России торговые системы различных видов: аукционные торговые системы для обслуживания мелких инвесторов и мелких сделок; дилерские торговые системы — для обслуживания крупных сделок.

Вместе с **развитием торговых систем** следует решить проблему снижения рисков инвесторов, возникающих в торговых системах. Решению этой проблемы может помочь осуществление следующих мер: повышение информационной прозрачности рынка; повышение ликвидности; создание системы надзора за участниками рынка со стороны организаторов торговли; создание страховых и гарантийных фондов в рамках торговых систем; организация системы раскрытия информации о совершаемых сделках.

Основные усилия должны быть направлены на развитие инфраструктуры организованных рынков, в рамках которых торговые и расчетные операции осуществляются в соответствии со стандартными правилами и процедурами. При этом общей задачей, решение которой имеет ключевое значение для развития всех подсистем инфраструктуры организованных рынков, будет являться ***стимулирование внедрения электронного документооборота*** при совершении и исполнении сделок с ценными бумагами, принятие единых стандартов разработки и сертификации систем электронной цифровой подписи и шифрования данных, пригодных для использования в любой технической системе, поддерживающей функционирование инфраструктуры фондового рынка.

Основной задачей развития внебиржевой торговли является ***предотвращение монополизации рынка, обеспечение достаточной открытости информации в отношении реальных цен и объемов сделок.*** С точки зрения защиты прав инвесторов необходимо создать механизмы, обеспечивающие раскрытие информации и предотвращение манипулирования ценами.

Определенные преимущества может иметь ***организация совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг сети фондовых центров*** для операций с населением в российских регионах.

Предстоит добиться качественного изменения в развитии торговых систем по корпоративным ценным бумагам. Задача заключается в создании таких механизмов ценообразования, при которых цены могут рассматриваться в качестве официальных и использоваться для оценки

активов, в том числе коллективных инвесторов при расчетах с индивидуальными инвесторами, а также для целей налогообложения. Кроме того, фондовые биржи и другие организаторы торговли должны обеспечить постоянное раскрытие информации об эмитентах, ценные бумаги которых включены в листинг на основе внесения положений о раскрытии информации в договоры о листинге, заключаемые эмитентами.

Возможно также ***создание в рамках существующих организаторов торговли специализированных торговых систем*** для операций розничных клиентов, торговли блоками, акциями молодых компаний роста (венчурных компаний), для обращения биржевых коммерческих бумаг.

Имеющиеся нарушения со стороны **регистраторов** (отсутствие необходимой информации об эмитентах и полной информации в передаточных распоряжениях, нарушение сроков проведения операций в реестре, превышение сумм оплаты услуг, ведение реестра осуществлялось двумя регистраторами) обусловливают необходимость совершенствования этой отрасли.

Совершенствование работы регистраторов в настоящее время необходимо по следующим направлениям:

- устранение зависимости регистраторов от эмитентов или крупных акционеров путем;
- ужесточения требований к деятельности регистраторов;
- укрупнения регистраторов введения ограничений на участие в уставном капитале регистратора для любого акционера и одновременно с ним - запрещения акционерам регистратора владеть пакетом акций эмитента, чей реестр ведет данный регистратор, в размере, превышающем эти ограничения;
- повышение требований к собственному капиталу регистраторов и структуре их баланса с тем, чтобы обеспечить регистратору возможность повысить уровень своей ответственности за ошибки перед третьими лицами и обеспечить регистратору возможность страхования своей финансовой ответственности.

Решение указанных выше проблем должно быть обеспечено в результате развития программы по страхованию рисков регистраторов и программы гарантирования подписи, а также внесения необходимых изменений в нормативные правовые акты.

Нарушения со стороны **депозитариев** (операции по счетам депо клиентов без соответствующих поручений, возможности несанкционированного доступа и утраты баз данных и др.) также ***требуют совершенствования деятельности по оказанию депозитарных услуг.*** Центральный депозитарий и/ или несколько взаимосвязанных депозитарных структур должны обеспечивать:

- защиту прав инвесторов на ценные бумаги, включая государство как собственника ценных бумаг;
- уменьшение кредитных рисков при расчетах по ценным бумагам и денежным средствам ;
- снижение затрат;
- ускорение расчетов;
- широкий круг участников системы;
- как можно большее число ценных бумаг, по которым могут вестись расчеты;

- доступ для удаленных пользователей, что подразумевает открытую региональную политику.

Необходимо осуществление комплекса мероприятий по совершенствованию нормативно-правовой базы клиринговой деятельности, упрощение процедур регистрации документов клиринговой организации в регулирующих органах. При разработке документов следует исходить из практики осуществления клиринговой деятельности, принятой на рынке ценных бумаг.

15. Диверсифицированные финансовые инструменты

Расширение спектра финансовых инструментов, дифференцированных по степени риска и доходности, является одним из наиболее актуальных направлений возрождения российского рынка ценных бумаг.

Особое внимание должно быть уделено развитию рынка корпоративных облигаций, позволяющих собственникам привлекать инвестиции, не теряя контроля, и одновременно предоставляющих большие по сравнению с акциями гарантии.

Необходимо содействовать развитию производных финансовых инструментов в целях страхования рисков инвесторов на финансовых рынках.

Отдельными новыми сегментами российского рынка должны стать:

- рынок ценных бумаг компаний роста;
- рынок складских свидетельств;
- розничная торговля ценными бумагами;
- система Интернет – трейдинга;
- секьюритизация долговых обязательств предприятий и обеспечение возвратности средств путем осуществления выпуска коммерческих ценных бумаг;
- выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами предприятий, с разработкой нормативной базы, позволяющей обеспечить эффективную защиту прав кредитора/ инвестора (в том числе с защитой прав кредиторов, обеспеченных движимым имуществом должника),
- выпуск ипотечных ценных бумаг долгосрочного характера со сроком обращения от 10 и более лет,
- формирование рынка обязательств реструктурируемых предприятий (рынка “проблемных” долгов) с целью привлечения дополнительного финансирования для проведения реорганизации,

Указанные потенциальные сегменты рынка требуют адекватного нормативно-правового обеспечения, которое в настоящее время находится в зачаточном состоянии.

16. Сбалансированное участие всех типов инвесторов

Регулирование инвестиций на рынке ценных бумаг должно осуществляться дифференцированно по основным группам инвесторов: население, коллективные инвесторы, коммерческие банки, страховые компании, государство, иностранные инвесторы (нерезиденты), другие

инвесторы. При этом по отношению к указанным группам инвесторов должны применяться различные формы и методы защиты их специфических интересов.

Для восстановления и развития российского рынка ценных бумаг ***необходима устойчивая поддержка внутреннего корпоративного спроса на ценные бумаги, связанные с инвестициями***, в частности, поощрение повышения доли вложений банков и кредитных организаций (например, до 5% активов), страховых компаний, пенсионных фондов (3-5% активов), паевых инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов в акции и корпоративные облигации, обращающиеся на организованных рынках, прошедшие национальный рейтинг, средства от размещения которых используются эмитентами на инвестиции в производство.

Существующее состояние банковской системы – существенный тормоз для инвестиций и один из важнейших факторов инвестиционного риска. Помимо сложности получить кредит по доступной цене, агентам экономики трудно провести расчеты, получить деньги со счета, что замедляет скорость трансакций и увеличивает их стоимость, негативно влияя на рентабельность операций. Это особенно явно стало во время кризиса. Опыт финансового кризиса указал на ***необходимость реформирования банковской системы.*** Представляется, что для организации оптимального инвестиционного процесса ***реформа банковской системы должна быть направлена на установление различий правового регулирования собственно коммерческой деятельности банков, как деятельности на рынке ссудного капитала, и инвестиционной банковской деятельности, как деятельности на фондовом рынке по привлечению финансовых ресурсов через размещение ценных бумаг предприятий - своих клиентов***. При этом достигается выполнение принципа осуществления рискованных операций исключительно организациями, действующими в качестве рисковых, о чем должно быть известно контрагентам. Следует иметь в виду, что банки, которые привлекают вклады населения, должны вернуть их по первому требованию (ГК РФ ст. 837). В связи с этим, банки, привлекающие краткосрочные вклады и вклады до востребования, по своей природе не могут рассматриваться как долгосрочные инвесторы.

Требует совершенствование банковское законодательство и в части предотвращения злоупотреблений, связанными с конфликтами интересов. Существует большой риск, связанный с кредитованием, осуществляемыми банками, привлекающими вклады населения. ***Необходимо ограничить право банка, работающего с вкладами населения, на участие в капитале других коммерческих организаций.*** В связи с этим в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» должны быть внесены соответствующие изменения.

Еще слабее финансовые институты, ориентированные на долгосрочные инвестиции. Инвестиционные фонды, мобилизующие ресурсы (в первую очередь мелких частных инвесторов) для инвестиций, также чрезвычайно слабы и немногочисленны в России. В значительной мере их рост сдерживается отсутствием адекватного законодательства (в части

пенсионных и страховых сбережений), достаточного количества профессиональных управляющих компаний, а также низкой рентабельностью деятельности управляющей компании.

Негосударственные пенсионные фонды и страховые компании, выступающие в странах с развитой рыночной экономикой в качестве крупнейших институциональных инвесторов, в российской действительности в большинстве случаев обслуживают частные интересы финансовых групп, в рамках которых они созданы. В России практически не существует правовых оснований для профессионального управления активами этих фондов.

Страховые компании в России в настоящее время в значительной мере ориентируются на выполнение функций институтов, используемых в различного рода схемах ухода от налогообложения, обналичивания денег и т.д. При такой направленности деятельности страховых компаний, естественно, они не способны играть сколько-нибудь значительную роль на рынке инвестиций, при этом инвестиционная деятельность страховых компаний на 95 процентов была связана с государственными ценными бумагами.

В целом различные типы коллективных инвесторов пока находятся в России на начальной стадии развития, если говорить о практике. Появление самих коллективных инвесторов как активных участников рынка ценных бумаг требует достижения рынком определенной ступени развития и организации. Коллективные инвесторы эффективно выполняют задачи консолидации средств мелких инвесторов, обеспечение профессионального управления активами, диверсификации риска в условиях относительно развитого рынка ценных бумаг.

В отношении средств населения наиболее перспективным является использование для этих целей региональных профессиональных участников фондового рынка, коллективных финансовых институтов.

Вместе с тем важнейшим фактором, который мог бы стимулировать вложения населения в корпоративный сектор, является восстановление доверия рядовых граждан России к соответствующим инструментам - в первую очередь, защита прав акционеров (инвесторов) и жесткие схемы контроля финансовых институтов.

17. Налоговая реформа

Общепризнанно, что современная система налогообложения является серьезным фактором дестабилизации развития российского рынка ценных бумаг.

Не должно быть политики «собрать налоги любой ценой». Представляется, что простая, понятная система налогообложения удовлетворяла бы чаяниям налогоплательщиков и позволяла бы соблюсти государственные интересы. В первую очередь ***необходимо скорейшее введение в действие второй части Налогового кодекса.*** Требуется реальная жесткая регламентация перечня налогов, которые могут вводить субъекты федерации и местные органы власти, а также ограничение суммарного налогового бремени по этим налогам.

Критически важно прекратить практику хаотичного внесения поправок в налоговое законодательство, увеличив период действия

стабильных правил. Поправки, ухудшающие положение налогоплательщиков, должны вноситься строго в соответствии с регламентом, предписанным законодательством. Необходимо улучшить информирование налогоплательщиков, сократить возможности сотрудников фискальных служб произвольно толковать неопределенные положения налогового законодательства.

Необходимо максимально широко ***использовать налоговые методы стимулирования развития российского рынка ценных бумаг***. Налоговая политика должна строиться на основе следующих основных принципов:

- унификация ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов финансового рынка и рынка ценных бумаг и профессиональных участников рынка;
- включение в состав затрат в целях налогообложения отрицательных разниц, образующихся при падении цен на приобретенные субъектами рынка ценные бумаги;
- отказ от установления налоговых льгот по отдельным видам ценных бумаг;
- освобождение от двойного налогообложения всех форм коллективных инвестиций;
- отказ от двойного налогообложения нерезидентов, инвесторов и финансовых институтов, действующих в качестве посредников на российском рынке ценных бумаг, в том случае, если имеются соглашения о предотвращении двойного налогообложения с соответствующими иностранными государствами;
- создание льготного налогового режима для некоммерческих организаций, выполняющих функции части инфраструктуры российского рынка ценных бумаг;
- отказ от введения любых видов налогов и сборов с оборота ценных бумаг;
- упрощение системы расчета подоходного налога с физических лиц, получающих доходы на рынке ценных бумаг (в том числе используя опыт г. Москвы);
- решение проблемы налогообложения при хранении и управлении имуществом финансовых компаний с целью выплаты компенсаций лицам, которым в результате неправомерных действий был нанесен ущерб на финансовом и фондовом рынках;
- законодательно исключить возможность снятия инвестиционных льгот ведомственными актами (отмена требования о перечислении в Казначейство части налога на прибыль по операциям с ценными бумагами, идущей в местный бюджет, с последующим ее возвратом).

Необходимо разработать и принять в первоочередном порядке законодательные акты для ***создания налоговых условий, стимулирующих привлечение предприятиями инвестиций через рынок ценных бумаг***, в том числе путем применения общепринятой мировой практики налоговых льгот по отношению к инвесторам – юридическим и физическим лицам. В частности, в целях стимулирования эмиссионной активности для развития производства целесообразно рассмотреть возможность отмены налога на эмиссию ценных бумаг отечественных предприятий-эмитентов.

Должна быть ***устранена дискриминация производственных предприятий при привлечении ими долгосрочных финансовых ресурсов через выпуск облигации***, необходимо законодательное подтверждение их права относить проценты по облигациям на издержки. Законодательно закрепить принцип - инвестиционный капитал должен быть освобожден от налогообложения.

Для законодательного закрепления состава затрат следует принять соответствующий федеральный закон взамен постановления Правительства Российской Федерации.

18. Бухгалтерский учет

В течение 1997-98 годов в России были предприняты определенные усилия по реформированию бухгалтерского учета. Однако ныне реформа бухгалтерского учета осуществляется очень медленно и недостаточна, увязана с основными тенденциями гармонизации стандартов на международном уровне: часть принимаемых российских правил бухгалтерского учета основана на устаревших подходах в международном учете. Таким образом, новые правила бухгалтерского учета на сегодняшний день не удовлетворяют требованиям ни одной категории заинтересованных внешних пользователей: иностранных инвесторов и кредиторов больше интересует либо отчетность по стандартам, соответствующим МСФО, либо US GAAP; российских – инсайдерская информация, которая менее всего видна из отчетности; налоговые органы – отчетность в соответствии с требованиями налогового законодательства. Процесс написания российских положений бухгалтерского учета (ПБУ) остается закрытым от профессионального бухгалтерского сообщества.

Всем категориям инвесторов необходима не только адекватная информация о положении предприятия, но и уверенность в том, что полученный (или не полученный) ими дивиденд (процент) - это результат финансово-хозяйственной деятельности предприятия, а не его учетной политики, подстроенной под интересы налогообложения и не учитывающей потребности инвесторов. Такую уверенность может дать только соблюдение предприятием правил учета, признанных мировой практикой в качестве инструмента предоставления достоверной финансовой информации.

Реформа бухгалтерского учета в России должна заключаться в приведении бухгалтерского учета в соответствие со сложившейся системой рыночных отношений в России путем создания и внедрения в практику работы российских предприятий модели бухгалтерского учета на основе международных стандартов бухгалтерского учета. Международная практика показывает, что отчетность, сформированная согласно этим стандартам, отличается высокой информативностью. Важным принципом должно стать четкое разделение финансовой и налоговой отчетности. Необходимо также разработать и утвердить специализированные формы бухгалтерской отчетности для профессиональных участников рынка ценных бумаг.

19. Эффективная система регулирования и правоприменение

Государственное регулирование рынка ценных бумаг — многоуровневый процесс воздействия на деятельность всех участников рынка ценных бумаг в соответствии с избранными государством целями и

принципами. Этот процесс включает широко диверсифицированный комплекс правовых, административных, экономических, технических и др. методов. Создаваемая государством система регулирования рынка ценных бумаг является главным инструментом государственной политики в этой сфере.

С точки зрения организационного устройства государственное регулирование представляет собой сложную многоуровневую систему органов регулирования и надзора: государственных органов и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, которым государство делегирует определенные права.

Конфликты между регулирующими рынок ценных бумаг ведомствами, отмеченные в 1996-1999 гг., имеют в своей основе более общие проблемы институционального развития российского финансового рынка (модель коммерческого банка, модель регулирования рынка, модель функциональной и технической инфраструктуры, модель корпоративного контроля, соотношение различных типов финансовых посредников и т.д.). Длительная неопределенность в решении данных вопросов, в свою очередь, связана как с лоббистскими интересами различных группировок, реализуемыми во властных структурах (и часто взаимно нейтрализующими), так и с общей незавершенностью (промежуточным характером) финансовых институтов переходной экономики в целом. Это самым отрицательным образом сказывается как на доверии инвесторов к рынку, так и на развитии профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Необходимость цельного комплекса мер, скоординировано осуществляемых государственными органами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, предполагает четкую иерархию органов государственного регулирования рынка ценных бумаг. Это предполагает, в частности, следующие ***пути совершенствования системы регулирования рынка***:

- развитие системы регулирования и контроля через специальную полномочную организацию;
- совершенствование механизма разграничения ответственности за результаты деятельности по регулированию различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг между органами государственного регулирования;
- создание системы оперативного антикризисного регулирования рынков, предупреждающей рыночные крахи и ограничивающей колебания рыночной стоимости ценных бумаг;
- усиление роли саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО).

Роль государственного регулирующего органа должна состоять, ***во-первых***, в ***законодательном обеспечении условий*** реализации прав всех участников рынка ценных бумаг (проще говоря, разработка и лоббирование необходимых поправок). ***Во-вторых***, ***поддержка*** исков ***инвесторов*** при переходе конфликта в судебную стадию для создания "общеупотребительных" прецедентов. ***В-третьих***, ***инициирование*** самим государственным регулирующим органом ***показательных дел*** по наиболее типичным нарушениям. ***В-четвертых***, при государственном регулирующем органе (под его контролем) было бы целесообразно ***учреждение института***, по функциям сходного с третейским судом ***для рассмотрения***

корпоративных конфликтов. Последний в рамках действующего законодательства не сможет устанавливать весомые санкции административного и уголовного характера, однако станет важнейшим элементом выработки норм корпоративной культуры (равно как и промежуточной инстанцией перед арбитражным или уголовным судебным процессом).

В условиях пост-кризисного развития рынка должна стать более значимой роль ***саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка (СРО)***. В основу взаимоотношений СРО и государства в лице ФКЦБ России может быть положен «ресурсный договор», который согласует и легализует степень автономности, самоуправляемости рынка. Стороной по договору, представляющей рынок, выступает СРО. Ресурсный договор декларирует те виды регулятивной деятельности, которые передаются рынку.

Осуществляется передача в большей степени технических, а не властных полномочий государственных регулирующих органов с учетом требований антимонопольного законодательства. Наиболее оправданной является передача функций допуска на рынок (лицензирования и аттестации специалистов).

Требуют решения две важные проблемы, которые не позволяют реализовать в полной мере потенциал СРО:

- проблема множественности СРО
- проблема обязательности членства в СРО

В настоящей концепции предлагается решить вопрос в пользу единственности СРО в одной отрасли профессиональной деятельности и обязательности членства в СРО. Предлагаемое решение основано на предпосылке необходимости единства рынка с точки зрения стандартов поведения его участников. Наличие двух и более СРО в одной отрасли оправдано, если оправдано наличие разных стандартов. Но на одном рынке должен быть единый для всех участников стандарт. При условии единства стандартов необходимость в более чем одной СРО отпадает. ***Для решения задачи «множественности» требуется внести соответствующие изменения в Закон «О рынке ценных бумаг».***

Требование обязательности проистекает из необходимости распространения стандартов деятельности на всех профессиональных участников, включение их в единую систему контроля и разрешения экономических споров. Проблема обязательности может быть решена или созданием определенных условий или принятием Закона «О саморегулируемых организациях», как особых видах некоммерческих организаций. Самостоятельная значимость указанного Закона объясняется тем, что институт саморегулирования распространятся за пределы одной отрасли, кроме того требуют своего закрепления сложившиеся общественные отношения, доказавшие эффективность использование института саморегулирования в единой системе регулирования экономики.

Важнейшей задачей СРО является дальнейшая разработка правил и стандартов, в соответствии с которыми должно будет осуществляться

дополнительное к государственному регулированию саморегулирование рынка.

Существующая **система** правоприменения также нуждается в серьезном совершенствовании.

В соответствии с правами, предоставленными ФКЦБ по закону "О рынке ценных бумаг, в 1998-1999 гг. применялись такие меры воздействия, как выдача предписаний об устранении нарушений законодательства, наложение штрафов, приостановление и аннулирование действия лицензий профессиональных участника рынка ценных бумаг, обращение с исками в суд (о признании недействительным выпуска ценных бумаг, о взимании в доход государства доходов от безлицензионной деятельности, о принудительной ликвидации участника рынка ценных бумаг, о признании недействительной сделки с ценными бумагами), направление материалов в правоохранительные и налоговые органы для проверки. Тем не менее, в рамках действующего законодательства существует целый ряд препятствий для проведения эффективного правоприменения в интересах инвесторов и акционеров.

Хотя в соответствии с законодательством ФКЦБ России имеет указанные выше административные полномочия по принуждению к соблюдению законодательства о ценных бумагах , для защиты интересов государства и участников рынка ценных бумаг ***целесообразно наделение ФКЦБ России полномочиями по проведению расследований нарушений, по установлению штрафов, по проведению разбирательств и административных слушаний в отношении нарушителей законодательства о ценных бумагах. Частично эта проблема решена в 1999 г. с принятием закона "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ. В частности, среди наиболее важных новых положений следует отметить следующие права ФКЦБ: проводить публичные слушания, выдавать предписания, налагать штрафы, обращаться в суд с исками и заявлениями в целях защиты интересов частных инвесторов и государства***.

Тем не менее, проблема не решена окончательно. Система санкций за нарушения на рынке ценных бумаг должна быть максимально гибкой с точки зрения степени жесткости наказания: наиболее мягкие – штрафы, средние – приостановка лицензий, отказ в регистрации документов, жесткие – меры уголовного характера. Последний блок пока остается за рамками легальных мер воздействия со стороны регулирующих органов.

20. Формирование привлекательного имиджа рынка ценных бумаг

Для создания привлекательного имиджа требуется информировать потенциальных инвесторов относительно имеющихся в стране инвестиционных возможностей путем проведения рекламно-информационных кампаний в СМИ, организации и участия в инвестиционных выставках, презентациях и семинарах, инвестиционных миссий за рубежом. Широкое распространение в мире получила практика ***создания специализированных государственных и полугосударственных***

агентств, ответственных за взаимодействие с иностранными инвесторами. Подобные агентства действуют примерно в 100 странах.

Информационная поддержка является необходимым элементом работы с международными инвесторами, особенно в тех случаях, когда в принимающей стране происходит изменение общеэкономических либо нормативных условий инвестиционной деятельности. Качество информации играет важную роль в экономическом развитии, так как полнота и доступность информации определяет уровень конкурентности рынка и влияет на эффективность распределения ресурсов агентами, оценку рисков и уровень требуемой доходности.

Крайне желательно ***создание общенациональной информационной сети с необходимой для инвесторов информацией.***

Этапы реализации

21. Краткосрочный этап и его результаты

В качестве краткосрочной меры необходима резкая активизация (по сути, демонстрация) деятельности по обеспечению прав инвесторов (включая инфраструктурные меры) как фактора восстановления инвестиционной привлекательности страны. Очевидно, что полный эффект может быть достигнут только в комплексе с другими антикризисными мерами и урегулированием с инвесторами долговых проблем.

В первую очередь, речь идет об использовании существующего инструментария регулирования участников рынка в интересах инвесторов, однако, необходимо ужесточение контроля и исполнения законодательства. Эта задача является по сути *антикризисной и носит краткосрочный характер.*

В частности, необходимо:

- максимально возможное обеспечение стабильности правового и налогового режима. Заявление Правительства и Думы о защите интересов акционеров как одном из приоритетов экономической политики;
- подтверждение Правительством и Думой результатов приватизации по основным приватизированным компаниям, акции которых обращаются на рынке или же принадлежат крупным стратегическим инвесторам;
- подтверждение Правительством роли ФКЦБ как основного регулирующего органа на рынке ценных бумаг;
- активизация ФКЦБ через саморегулируемые организации в области контроля над профессиональными участниками с точки зрения достаточности капитала, выполнения правил расчетов по сделкам с ценными бумагами, соблюдения правил ведения счетов клиентов;
- активизация ФКЦБ в области контроля за эмитентами и корпоративными конфликтами;
- публичное обсуждение проводимой ФКЦБ политики, направленной на санацию российского фондового рынка;
- резкое (качественное) увеличение полномочий ФКЦБ в области контроля за соблюдением прав акционеров со стороны компаний. У

ФКЦБ должно быть безусловное право и обязанность выступать истцом в судах против компаний, нарушающих права акционеров.

22. Среднесрочный этап и его результаты

Вне зависимости от текущей конъюнктуры существует значительная потребность в систематизации законодательной базы и методов регулирования развития рынка ценных бумаг и защиты инвесторов. Хотя в 1996-1998 гг. в области права и регулирования участников рынка достигнут определенный прогресс, сохраняются такие фундаментальные проблемы, как определенная фрагментарность законодательства; противоречие между имеющимися задачами государственного регулирования и правомочиями государства по их реализации; практика исполнения существующего законодательства.

Эта задача является *среднесрочной*, хотя бы в силу масштаба и затрат. Начало данного этапа можно связывать с пост-кризисным подъемом рынка. Следует отметить о существовании необходимого задела: реализация только комплекса мер, предусмотренных Государственной программой защиты прав инвесторов на 1998-1999 годы, позволит существенно усилить возможности осуществления эффективного инфорсмента на рынке ценных бумаг.

При этом необходимо как совершенствование уже имеющейся нормативно- правовой базы, так и разработка новых актов, в том числе федеральные законы о внесении изменений и дополнений в законы "О рынке ценных бумаг", "Об акционерных обществах", "Об иностранных инвестициях", "О бухгалтерском учете", в Уголовный кодекс Российской Федерации в части ответственности за новые виды правонарушений на фондовом рынке, в Кодекс РСФСР об административных правонарушениях, в Гражданский процессуальный кодекс РСФСР", в Уголовно-процессуальный кодекс РСФСР, новые законы "Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг", "Об аффилированных лицах", "Об инвестиционных фондах", “О реорганизации коммерческих организаций”, "О страховых и гарантийных фондах на рынке ценных бумаг", изменения в налоговом законодательстве.

Это среднесрочный этап должен базироваться на следующих основных элементах:

- активизация и ужесточение государственного регулирования (централизация регулирующих и контрольных функций, законодательное расширение правомочий регулятивных органов);
- доминирование государственных форм защиты инвесторов (внесение комплекса поправок и принятие новых законодательных актов, система санкций и ответственности, систематический контроль, жесткий инфорсмент).

Очевидно, что речь не идет в данном случае о прямом и постоянном вмешательстве государства: итогом должно быть формирование целостной и гибкой *системы контроля*, которая состоит из следующих компонентов:

- система регулятивных органов с четко описанными правомочиями и обязанностями, критериями взаимоотношений с участниками рынка, прозрачной иерархией взаимоотношений между собой;

- детальное описание стандартов деятельности участников, прав инвесторов, соответственно типов нарушений;
- широко диверсифицированная система применяемых санкций, где меры ответственности варьируются от наиболее мягких до самых жестких;
- система обеспечения информационной прозрачности в интересах инвесторов, которую следует понимать двояко: как часть безусловных и детальных стандартов деятельности участников рынка и как разъясняющее дополнение к системе санкций.

23. Долгосрочный этап и его результаты

Институциональные сдвиги в данной области могут стать важным фактором в контексте реформирования мировой финансовой системы по инициативе стран "большой семерки" (реформирование финансовой и бухгалтерской отчетности, прозрачность в отношении инвестиционных рисков, снятие ограничений для движения капиталов и др.). Если в перспективе указанные требования к развивающимся рынкам станут реальным критерием предоставления "антикризисной" финансовой помощи из специальных фондов МВФ, соответствующие преобразования приобретают также макроэкономическое и социально-политическое значение для России. Вместе с тем это *долгосрочная* задача с учетом неоднозначного восприятия всего комплекса возможных требований на национальном уровне (причем во всех странах с развивающимися рынками).

Начало данного *этапа* можно связывать с долгосрочным и устойчивым подъемом рынка. В институциональном плане его основой должна стать сформированная на первом этапе и описанная выше система контроля, однако необходимы следующие модификации:

- постепенная либерализация системы государственного регулирования в пользу саморегулируемых организаций участников рынка (при сохранении базовых контрольных функций за регулятивными органами - передача СРО ряда функций по лицензированию, выработке стандартов деятельности, контролю);
- усиление роли негосударственных форм защиты интересов инвесторов (страховые и гарантийные фонды, третейские суды на основе норм корпоративной и профессиональной этики и др.);
- создание эффективно функционирующей системы исполнения законодательства.

Наиболее общий вывод состоит в том, что Россия *не стала каким-либо уникальным исключением из правил, характерных для большинства стран переходной экономики.* Все наиболее характерные тенденции становления и развития рынка ценных бумаг, так или иначе, характерны и для России.

Применительно к дальнейшим задачам формирования и регулирования национальной модели развития рынка ценных бумаг вышесказанное означает очень “простую” на первый взгляд вещь: для формирования и становления такой национальной модели *не существует ни “особых препятствий”, ни “особых рецептов”.* С большинством из известных проблем сталкиваются все страны с переходной экономикой. Как

основные проблемы, так и инструментарий их разрешения хорошо известны в мировой практике.

Формирование национальной модели рынка ценных бумаг предполагает (прежде всего, от государства) "лишь" осознание следующих необходимых условий (предпосылок):

- понимание *особой роли государства* в переходной экономике (как "созидательного разрушителя");
- понимание *длительности* этого процесса, сопоставимого со всем переходным периодом;
- необходимость *политической воли* для создания и исполнения эффективного законодательства, инфраструктуры и "фильтрации" узкогрупповых интересов любого типа (политических, популистских, криминальных и др.);
- наконец, необходимость не радикальных вмешательств, но *ежедневной регулятивной деятельности* единого органа, способного осуществлять жесткую, централизованную политику.

НАЦИОНАЛЬНАЯ ФОНДОВАЯ АССОЦИАЦИЯ
НФА

Программа развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации

Москва 2000

Раздел Государственной экономической программы

Настоящая Программа подготовлена на основе "Концепции восстановления и развития российского рынка ценных бумаг" (официальный документ Первого всероссийского совещания участников рынка ценных бумаг и срочного рынка, Москва, декабрь 1998 г.), Программы "Неотложные меры по восстановлению рынка корпоративных ценных бумаг" (подготовлена в декабре 1999 г. Национальной фондовой ассоциацией и Московской межбанковской валютной биржей), "Программы поддержки деятельности российских предприятий- эмитентов" (официальный документ совещания "Проблемы предприятий на рынке ценных бумаг", Москва, 20 января 2000 г.), подготовленной Национальной фондовой ассоциацией и Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП).

В подготовке настоящей Программы приняли участие:

заведующий кафедрой ценных бумаг Финансовой академии при Правительстве РФ, проф. Я.М. Миркин,

директор Института народнохозяйственного прогнозирования Российской Академии наук, д.э.н. В.В. Ивантер,

исполнительный директор Экспертного Института РСПП, к.с.н. А.А. Нещадин,

главный научный сотрудник Всероссийского научно-исследовательского конъюнктурного интситута, д.э.н. В.В. Симонов,

специалисты Государственного университета – Высшей школы экономики,

специалисты Экспертного института РАН.

Программа также включает замечания и предложения, представленные в ходе обсуждения документов (указанных в первом абзаце) Банком России, МФ РФ, МАП РФ, Высшим Арбитражным Судом РФ, профессиональными участниками и их объединениями (НАУФОР, ПАРТАД), экспертами, и сохраняет авторство разработчиков.

Раздел I. Анализ и уроки развития рынка ценных бумаг

Сложившийся в России рынок ценных бумаг в настоящее время в целом не соответствует потребностям развития экономики. Вплоть до финансового кризиса 1998 г. (одним из важнейших стимулирующих основ которого стал фондовый рынок – его падение в октябре 1997 – начале мая 1998 г. вызвало обвал на рынке ГКО, резкий рост ставки рефинансирования Банка России до 150% и процентных ставок до 50-60%, нарастание валютной нестабильности) он имел ярко выраженную спекулятивную направленность и лишь в отдельных случаях служил механизмом привлечения финансовых ресурсов в реальный сектор экономики. Рынок ценных бумаг Российской Федерации практически не выполняет свою основную функцию по аккумуляции сбережений и превращению их в инвестиции.

Рынок ценных бумаг России имеет низкую емкость (выраженную как через капитализацию, так и через объемы торговли) и неудовлетворительные качественные характеристики. Чрезвычайно низка доля первичного рынка. Низка доля рынка негосударственных эмиссионных ценных бумаг. Рынок отличается высоким уровнем инвестиционного и (в отдельных секторах) операционного риска. Большинство секторов рынка ценных бумаг характеризуется низким уровнем ликвидности.

Кризис ликвидности государства, постоянно нараставший в течение 1998 г., отсутствие эффективной системы управления государственным долгом и профессиональные ошибки политиков привели к серьезному кризису рынка государственных и муниципальных ценных бумаг.

Непосредственной причиной кризиса на российском фондовом рынке стал стимулированный мировым финансовым кризисом масштабный отток спекулятивных иностранных капиталов с российского рынка акций (за счет иностранных капиталов на 30-35% финансировался внутренний государственный долг и на 60-70% – рост объемов и курсовой стоимости рынка акций). При этом внутренние инвесторы не обладали достаточными финансовыми ресурсами, чтобы удержать рынок, действовали, в основном, спекулятивно, и, таким образом, внесли свой вклад в снижение стоимости финансовых активов. В итоге, резкое падение курсов акций стало фактором, воздействие которого окончательно дестабилизировало в конце 1997-1998 гг. государственные финансы и банковскую систему, вызвало масштабный отток иностранного капитала с рынка государственных ценных бумаг, взрыв спроса на иностранную валюту и резкое обесценение рубля[1].

Причинами, стимулировавшими кризисные явления на рынке акций, стали:

---

1. С 6 по 31 октября 1997 г. рынок российских акций упал на 26,1%, к 17 ноября он обесценился на 40,6% (индекс РТС1-Интерфакс). Это означало крах рынка. Падение курсов ГКО, при этом, составило к 31 октября только 1,9%, к 17 ноября - 7,5%. Только к концу ноября рынок ГКО стал не выдерживать давления со стороны рынка акций, несмотря на то, что его потери (–21.1% на 1 декабря 1997 г.) несопоставимы с падением курсов акций. Майский кризис 1998 г., который и привел, в конечном итоге, к кризису 17 августа, начался с того, что с 5 по 14 мая акции упали в цене на 16,5%, к 18 мая на 27,8%, а к 1 июня - на 45,7%. Это - новый крах рынка. До 14 мая рынок ГКО еще сопротивлялся давлению кризиса (-3.1% курсовой стоимости), но к 18 мая (-19,2%) - вслед за падением рынка акций - началось бегство инвесторов и с рынка государственных ценных бумаг. К 3 июня рыночная стоимость ГКО упала на 46,6%.

1) Низкий объем рынка[2].
2) Жесткая региональная концентрация рынка[3].
3) Устойчиво олигополистический характер рынка со сверхконцентрацией сделок вокруг акций нескольких «первоклассных эмитентов»[4].
4) Отсутствие предпосылок для массового предложения и спроса на акции[5].
5) Краткосрочный спекулятивный характер российского рынка акций при крайне сильной зависимости от «горячих денег» иностранных инвесторов[6].
6) Перемещение торговой активности по российским акциям на западные рынки (Лондон, Берлин, Франкфурт)[7].

---

2. В 1999 г. оборот по акциям на ММВБ, РТС и МФБ составлял 5.7 млрд. долл. США, что сопоставимо по размеру с Пражской фондовой биржей и, по оценке, на 30-40% ниже, чем на Варшавской фондовой бирже. Дневные обороты в РТС колебались в 1999 г. от 0.3 до почти 40 млн. долл. США и, следовательно, даже небольших сумм, вступивших на рынок, в 1-10 млн. долл. США было достаточно для того, чтобы создать значительные колебания курсовой стоимости. Рассчитано по данным, опубликованным Московской межбанковской валютной биржей (www.micex.com), Пражской и Варшавской фондовыми биржами (http:// www.atm.com.pl/~gielda).
3. По расчетам на основе данных ФКЦБ, ЦБ РФ, ММВБ, РТС численность московских брокеров-дилеров, в т.ч. банков, составляет 40-45% от российской, на их операции приходится 80-90% оборотов внутреннего рынка акций, при этом рыночная ниша ММВБ, РТС и МФБ - более 90% российского рынка.
4. В частности, 10-20 универсальных банков и брокерских компаний, составляющих 5-10% от числа компаний, заключающих сделки на организованных рынках, формируют 60-80% торгового оборота по акциям. Несмотря на то, что на организованном рынке обращается более 200 акций российских компаний, сделки устойчиво концентрируются вокруг нескольких эмитентов. Сделки с 4-6 акциями составляют 85-90% оборотов рынка, сделки с 2-3 акциями (РАО «ЕЭС России», НК «ЛУКОЙЛ», ОАО «Газпром») - 55-65%.
5. 60-70% акционерных капиталов находится в настоящее время в контрольных пакетах, почти 100% эмиссий акций (по состоянию на 1998 г.) носили технический характер и были связаны с переоценкой активов. Доля контролирующих акционеров растет или, по меньшей мере, не снижается. На рынке обращается лишь незначительная часть акционерных капиталов, структура спроса и предложения на рынке акций является оптовой, население отделено от организованных рынков акций. В результате приватизации 1992-1994 гг. многие крупные приватизированные предприятия перешли под контроль своих директоров, как собственников крупных пакетов акций, либо сторонних инвесторов, не имеющих значительных финансовых ресурсов на модернизацию предприятия. Созданный в итоге хозяйственный режим приводит к тому, что собственники крупных пакетов акций интенсивно эксплуатирует предприятия, не заботясь об их модернизации, и развитии. Массовый розничный инвестор практически не участвует в работе рынка, отсутствуют также налоговые и иные стимулы эмиссии акций.
6. Летом 1998 г. доля нерезидентов на организованном рынке акций составляла более 65%, на биржевом рынке государственных ценных бумаг - примерно 35%. В РТС денежные расчеты по акциям до и после кризиса, по оценке, на 95% совершаются в долларах США по офф-шорным банковским счетам, что создало основу для самых стремительных движений «горячих денег». Существует устойчивая группа из нескольких десятков иностранных профессиональных инвесторов, которые и до, и после кризиса занимают доминирующую роль на рынке российских акций.
7. К настоящему времени объемы сделок с депозитарными расписками на российские акции на западных рынках существенно превышают объемы рынка акций в России. За 1999 г. оборот депозитарных расписок на рынках Германии, Великобритании и США, по разным оценкам, был от двух до трех раз больше объема торговли российскими акциями непосредственно в России. Рынки депозитарных расписок во многом определяют динамику внутреннего рынка российских акций (в силу перемещения торговой активности в

Эти факторы создали крайне неустойчивую систему с очень высокой волатильностью.

В то же время на рынке ценных бумаг в настоящее время сконцентрированы наиболее квалифицированные специалисты, уверенно ориентирующиеся в законах рыночной экономики; эффективно функционируют на уровне мировых стандартов инфраструктура рынка и его профессиональные участники. Кроме того, рынок ценных бумаг России отличается невысоким уровнем криминализации; дисциплина исполнения обязательств, напротив, весьма высока в сравнении с другими секторами российской экономики в целом и финансового рынка, в частности. На рынке ценных бумаг активно применяются передовые технологии, связанные с внедрением новых систем связи и информационных технологий.

Таким образом, российский рынок ценных бумаг, не соответствуя в настоящее время своей роли в экономике, в то же время обладает огромным потенциалом развития.

Среди потенциальных угроз для развития рынка ценных бумаг в ближайшее десятилетие следует выделить в качестве основных:

- угрозу массового оттока инвестиций вследствие сохранения спекулятивной ориентации рынка ценных бумаг и высокого уровня инвестиционного риска;
- перемещение операций с ценными бумагами за пределы Российской Федерации вследствие сохранения высоких операционных рисков;
- уход с рынка наиболее квалифицированных кадров вследствие снижения рентабельности бизнеса;
- негативное воздействие мировых финансовых кризисов на российский рынок ценных бумаг, не защищенный от подобных воздействий;
- превращение рынка акций в рынок контрольных пакетов.

Раздел II. Характеристика мирового опыта решения сходных проблем

С проблемами, описанными выше, сталкиваются в процессе своего развития все финансовые рынки. Часть из этих проблем были характерны для американского и европейского рынков ценных бумаг в 1890-1930 гг. Большинство из перечисленных проблем характерны для современных развивающихся рынков Юго-Восточной Азии, Латинской Америки и Восточной Европы.

Решение проблем в США и Европе начала века в значительной мере сводилось к созданию адекватной реалиям системы нормативного регулирования рынка ценных бумаг и инвестиционной деятельности. Государственная политика этих стран на рынке ценных бумаг была направлена, прежде всего, на достижение следующих целей:

- снижение инвестиционных и операционных рисков (как правило, за счет введения ограничений на деятельность участников рынка и разделения видов деятельности);
- увеличение прозрачности рынка (как в части финансовой отчетности эмитентов, так и в части операций профессиональных участников рынка и инвесторов);

Германию и Великобританию, более высокой доли иностранных инвесторов в сравнении с внутренними). Активность этих рынков синхронизирована.

- повышение защиты инвесторов, в первую очередь мелких частных инвесторов.

Современные страны с развивающимися рынками в первую очередь стараются преодолеть узость внутренней базы для инвестиций и осуществляют государственную политику привлечения иностранных инвестиций. Следует выделить две разновидности этой политики, свойственной странам Латинской Америке, с одной стороны, и странам Юго-Восточной Азии, с другой стороны.

Страны Латинской Америки (наибольшие успехи среди которых продемонстрировали Мексика, Бразилия и Аргентина) в целом проводят более открытую политику, предполагающую активную интеграцию в мировой финансовый рынок. В результате формируется высокоразвитый финансовый рынок и, соответственно, высокий объем привлекаемых инвестиционных ресурсов, поставляемых крупнейшими мировыми инвесторами. В то же время на первых этапах реализации этой политики характерен активный отток капитала, сменяющийся возвратом капитала в периоды роста экономики и доходности национального финансового рынка.

Правительства азиатских стран, в свою очередь, исходят из отсутствия в этих странах внутреннего капитала и предельно низкой стоимости всех предприятий. Поэтому в качестве базовой берется модель развития, ориентированная исключительно на приток иностранных инвестиций. В то же время принимаются меры для того, чтобы избежать скупки иностранцами всей национальной экономики по бросовым ценам.

Отдельного внимания заслуживает опыт Китая, который добился наибольших успехов в привлечении прямых иностранных инвестиций и в увеличении капитализации. На наш взгляд, основными составляющими этого опыта является минимизация инвестиционных рисков, минимизация государственных заимствований, максимальное льготирование иностранных инвестиций, стимулирование роста рентабельности предприятий-реципиентов. Можно сказать, что Китай проводил инвестиционную политику, во многом противоположной российской политике, и добился существенных успехов.

Раздел III. Цели развития и концептуальные характеристики рынка ценных бумаг России

3.1. Выбор модели российского фондового рынка

Выбор модели российского фондового рынка диктуется общеэкономическими задачами развития страны: необходимостью обеспечения условий экономического роста на основе кардинального улучшении инвестиционного климата.

Развитие российского фондового рынка должно способствовать формированию в России индустриальной рыночной экономики с опорой на национальный капитал и протекционизм при сохранении либеральных начал, в частности, в области иностранных инвестиций и финансовых рынков.

Анализ на основе данных 90-х гг. подтверждает, что российский рынок ценных бумаг с высокой долей вероятности будет носить долговой характер, как это происходит на рынках ценных бумаг, обслуживающих рыночные экономики, основанные на контролирующих собственниках и оптовой структуре акционерных капиталов. Долговой характер фондового (и в целом финансового) рынка, оптовая структура собственности, экономическое поведение населения неизбежно приводят к смешанной модели рынка ценных

бумаг, к активным операциям коммерческих банков и их дочерних компаний с корпоративными ценными бумагами, к прямому участию банков в собственности акционерных компаний.

При этом должны быть предприняты усилия для трансформации российского рынка ценных бумаг в масштабный, эффективный и справедливый рынок, способный обеспечить аккумулирование инвестиций на цели инновационного развития, содействовать притоку в страну долгосрочных иностранных капиталов.

Таким образом, основной целью развития рынка ценных бумаг России в ближайшее десятилетие должно стать его превращение в высокоэффективный механизм перераспределения финансовых ресурсов, способствующий существенному увеличению привлечения инвестиций российскими реципиентами и снижению стоимости инвестиционных ресурсов. Применительно к текущей ситуации, рынок ценных бумаг должен превратиться из механизма обслуживания преимущественно спекулятивных операций в механизм перераспределения инвестиций.

Для этого требуется улучшить количественные и качественные параметры рынка ценных бумаг. Прежде всего, необходимо существенно увеличить емкость российского рынка ценных бумаг, увеличив его капитализацию в 5-7 раз, увеличив объемы торговли в 10-15 раз, и в 20-50 раз увеличив объемы эмиссии ценных бумаг.

Необходимо существенно повысить ликвидность рынка, для чего усовершенствовать технологии торговли, увеличить глубину рынка и его упругость, повысить транспартентность операций. Необходимо повысить разнообразие инструментов, участников и технологий рынка.

Требуется серьезное улучшение политики государства на рынке ценных бумаг. Прежде всего, необходимо определить стратегию развития рынка ценных бумаг. На основе утвержденной стратегии государство должно определить основные приоритеты своей политики на рынке ценных бумаг и свою роль на этом рынке.

Для достижения этих целей требуется добиться решения следующих задач.

1. Определить роль и функции государства на рынке ценных бумаг.
2. Создать благоприятные условия для осуществления профессиональной и инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг.
3. Сформировать адекватную систему регулирования рынка ценных бумаг.
4. Оптимизировать структуры участников рынка ценных бумаг.
5. Повысить эффективность инфраструктуры рынка.

3.2. Возможные сценарии развития (подробный комментарий дан в Приложении).

Для развития рынка ценных бумаг, как механизма перераспределения (т.е. привлечения и размещения) инвестиций в настоящее время возможно развитие по двум относительно альтернативным моделям развития:

А) т.н. "американскому" пути развития.

Б) т.н. "германскому" пути развития.

Выбор одной из моделей развития, в частности, предполагает выбор следующих групп альтернатив:

I. Преимущественная ориентация на:

А) иностранных инвесторов.

Б) внутренних инвесторов.

II. Преимущественное развитие:

А) Инвестиционных банков, инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и прочих институциональных инвесторов.

Б) Коммерческих банков.

III. Модель регулирования:

А) Основанная преимущественно на саморегулировании.

Б) Основанная преимущественно на прямом государственном регулировании.

IV. Доля биржевого (с учетом современных тенденций - организованного[8]) рынка:

А) Значительная.

Б) Незначительная.

V. Структура рынка с точки зрения господствующих эмитентов:

А) Преобладание государственных ценных бумаг.

Б) Преобладание частных ценных бумаг.

VI. Структура рынка с точки зрения господствующего типа финансирования частного сектора:

А) Преобладание долевых ценных бумаг.

Б) Преобладание долговых ценных бумаг.

По вышеперечисленным альтернативам существуют две принципиальные доктрины: доктрина американского пути развития, т.е. IA + IIA + IIIA + IVA + VA + VIA и доктрина германского пути развития, т.е. IБ + IIБ + IIIБ + IVБ + VБ + VIБ.

В прошедшее десятилетие финансовый рынок России, в том числе рынок ценных бумаг, развивался вне этих доктрин. Государство пыталось одновременно (через различные органы государственного регулирования) внедрить обе альтернативные друг другу модели развития. Поэтому российскому рынку ценных бумаг были одновременно присущи как черты американского пути развития финансового рынка (ориентация на иностранных инвесторов; значительная доля биржевого рынка; преобладание долевого финансирования), так и германского пути (преобладание коммерческих банков; преобладание государственных ценных бумаг).

Опыт современного мира говорит о существенном сближении двух моделей. Наиболее яркими примерами этого процесса могут служить существенное смягчение законодательных ограничений в США и Великобритании в 1999 году, с одной стороны, и активное формирование специализированных инвестиционных банков в Германии в 90-е годы (многие из которых, как, например, Dresdner Kleinwort Benson, стали самыми рентабельными подразделениями банковской группы лишь после технологического отделения), с другой стороны.

---

8. В последние 10 - 20 лет большинство стран с развитыми рынками переходит (в том числе для целей учета и налогообложения) от деления рынка ценных бумаг на биржевой и внебиржевой к делению на организованный и неорганизованный. При этом в понятие "организованный рынок" включается кроме биржевого рынка также организованный внебиржевой рынок, иногда называемый также электронным рынком.

Исходя из изложенного, считаем, что в России должна внедряться современная (т.е. учитывающая последние тенденции развития) конвергенционная модель. Сценарий развития рынка ценных бумаг России должен учитывать специфику российских условий, ориентируясь на наиболее приемлемые характеристики действующих в большинстве стран моделей рынка ценных бумаг.

Данный сценарий предполагает:

- привлечение всех групп конечных инвесторов (при этом приоритеты государственной политики привлечения инвестиций должны меняться в зависимости от текущей ситуации);
- присутствие всех известных групп институциональных инвесторов, специализирующихся на инвестициях различного временного горизонта (самые длинные инвестиции - негосударственные пенсионные фонды, короткие инвестиции - прежде всего коммерческие банки);
- активное использование саморегулирования;
- развитие всех видов торговых систем с преобладающей ролью организованного рынка в целом и биржевого сектора в частности;
- равные возможности участия на рынке ценных бумаг в качестве эмитента для государства и предприятий с постепенным повышением доли негосударственных ценных бумаг;
- предоставление частным предприятиям возможности выбора наиболее эффективного инструмента привлечения инвестиций.

3.3. Качественные ориентиры формируемой модели рынка

- укрепление экономического суверенитета страны, восстановление процесса расширенного воспроизводства, повышение эффективности производства на основе мобилизации внутренних и внешних инвестиционных ресурсов;
- улучшение инвестиционного климата, обеспечение условий экономического роста, привлечение долгосрочных инвестиций в экономику России;
- повышение капитализации российских компаний и обеспечение устойчивой ценовой динамики на российском рынке ценных бумаг;
- обеспечение устойчивого роста рынка ценных бумаг, выпускаемых для финансирования инвестиционных проектов и оборотных средств предприятий реального сектора;
- расширение участия населения в российской акционерной собственности.

3.4. Количественные ориентиры

Основные количественные характеристики российского рынка ценных бумаг применительно к общему состоянию экономики в целом и смежных отраслей можно определить, исходя из того, что инвестиционные программы регионов (их 89) обычно составляют 2-3 млрд. долл. США на 4-5 лет вперед. Таким образом, минимальная потребность российской экономики в инвестициях на ближайшие годы составляет 200-250 млрд. долл. США.

Скоординированные решения и практические действия по восстановлению и развитию фондового рынка должны обеспечить следующие количественные ориентиры рынка ценных бумаг:

- привлечение ежегодно не менее 10-12 млрд. долл. США в форме новых инвестиций в ценные бумаги, из них не менее 70% - в негосударственные ценные бумаги;

- достижение не менее 4-5%-ной доли в совокупном объеме развивающихся рынков мира;
- осуществление на рынке заимствований в форме ценных бумаг по средним рыночным процентным ставкам, не превышающим в валютном эквиваленте ЛИБОР + 10-15 процентных пунктов;
- устойчивое повышение спроса на российские ценные бумаги, обеспечивающее стабильный рост капитализации рынка акций не менее, чем на 20-25% ежегодно; поэтапное повышение уровня капитализации фондового рынка до 30% ВВП.

Раздел IV. Государственная политика на рынке ценных бумаг

4.1. Фондовый рынок и промышленная политика

4.1.1. Важным фактором развития национального фондового рынка является государственная промышленная политика.

Вовлечение в инвестиционный оборот сбережений населения, полноценная репатриация "сбежавшего" из страны капитала, широкомасштабный приток иностранных инвестиций возможны только при наличии устойчивого экономического роста в России. Этот рост станет фактом, если мы сумеем запустить простаивающий экономический потенциал страны. Основная часть этого потенциала сосредоточена именно в промышленности. Таким образом, реанимация национальной промышленности - необходимое условие экономического роста. Без разработки государственной промышленной политики это вряд ли возможно.

Посредством промышленной политики должны быть *устранены производственно-технологические и ценовые диспропорции*, накопившиеся в национальной экономике и создающие серьезные препятствия для устойчивого роста. Сочетая меры, стимулирующие конкуренцию, и рациональные действия по поддержке российских производителей, промышленная политика поможет национальному реальному сектору выйти из кризиса и набрать начальное ускорение. Прямо участвуя в инвестиционном процессе и всемерно улучшая условия для масштабного притока частных инвестиций в рамках своей промышленной политики, государство сможет запустить процессы интенсивной *модернизации экономики*, в том числе развитие высокотехнологичных отраслей.

4.1.2. Верно и обратное утверждение. *Развитие фондового рынка в России в ближайшем будущем станет важным фактором национальной промышленной политики.*

Макроэкономические расчеты (в частности, выполненные в Институте народнохозяйственного прогнозирования РАН) показывают, что экономический рост за счет загрузки простаивающих производственных мощностей в России может продолжаться не более 3-4 лет. Сохранение положительной экономической динамики за пределами этого срока потребует масштабных инвестиций в развитие и модернизацию производства. В этой ситуации вклад национального фондового рынка как механизма, обеспечивающего привлечение инвестиций в реальную экономику и быстрый перелив капиталов в наиболее эффективные отрасли, может и должен быть значительным.

4.1.3. Как считают многие эксперты, в современных российских условиях фондовый рынок может обеспечить только часть инвестиционного процесса.

Однако у фондового рынка есть целый ряд серьезных преимуществ и потому он займет собственную масштабную нишу.

Преимущества фондового рынка заключаются в следующем:

- в настоящее время есть возможность создать в России фондовую площадку с хорошей рыночной репутацией, которая в условиях низкой надежности национальной банковской системы будет обладать дополнительной привлекательностью для инвесторов.
- в отличие от банковского финансирования, на фондовом рынке получатель инвестиций может получить их "бесплатно" (без необходимости возвращать кредит), хотя и поступившись частью собственности. Для инвестора это обстоятельство тоже существенно. взамен своих денег он получает вполне осязаемые и обеспеченные активы.
- в отличие от банковских вкладов вложения в ценные бумаги не требуют специальной защиты от инфляции, так как реальная цена на бумаги устанавливается рынком.
- фондовый рынок дает возможность предприятиям напрямую получать деньги мелких инвесторов.
- фондовый рынок можно рассматривать как удобную площадку, на которой российские предприятия смогут изучать и отрабатывать новые технологии своей финансовой деятельности (подготовка, обоснование и представление инвестиционных проектов, переход на международные стандарты бухучета, активное продвижение информации о себе и т.д.).

4.1.4. Влияние промышленной политики государства на состояние фондового рынка будет осуществляться следующим образом.

а) *Создание общеэкономических предпосылок для роста капитализации рынка в целом.*

Основной задачей промышленной политики является обеспечение роста в реальной экономике. Это будет происходить по следующим направлениям:

- повышение монетизации экономики и восстановление нормально действующей системы рефинансирования отраслей реального сектора (внедрение развитой системы оборота коммерческих бумаг; развитие инфраструктуры по контролю за денежными потоками в народном хозяйстве; демонополизация деятельности финансовых посредников и т.п.);
- структурная политика и модернизация производственного аппарата (опережающий рост производства в перерабатывающих отраслях; использование ресурсного потенциала российского ВПК для прорыва на рынках высокотехнологичной продукции; обновление основных фондов и внедрение современных технологий и т.д.);
- увеличение объема внутреннего спроса (в том числе за счет повышения уровня жизни населения);
- поддержка отечественных товаропроизводителей (меры по защите продукции российских предприятий на национальном рынке: поддержание рационального, с точки зрения потребностей отечественных производителей, обменного курса рубля; использование защитных импортных пошлин; ограничение роста цен на сырье и энергию и т.п.);
- совершенствование налоговой системы (общее снижение налоговой нагрузки на производителей; установление налоговых льгот по капиталообразующим инвестициям; упрощение налогового законодательства и т.д.).

Реализация подобной агрессивной политики роста не только обеспечит экономический подъем в стране, но значительно повысит уровень оптимистических ожиданий внутренних и зарубежных инвесторов, приведет к

увеличению доходов предприятий и, в конечном счете, к росту рыночной стоимости российских корпоративных ценных бумаг.

б) *Создание условий для роста капитализации в отдельных отраслях и для отдельных групп предприятий.*

Публично заявленная готовность государства прямо поддержать те или иные отрасли (пример подобной поддержки - финансирование конверсии на предприятиях ВПК) повысит интерес рынка к этим отраслям.

При этом необходимо повысить доверие к действиям государства (например, через строгое и аккуратное выполнение платежей по госзаказу). Тогда государственный спрос на продукцию определенных предприятий и отраслей не только увеличит гарантированный объем реализации, но и повысит привлекательность компаний-исполнителей госзаказа для инвесторов.

Сходное влияние на популярность тех или иных ценных бумаг будет оказывать долевое участие государства в финансировании конкретных инвестиционных проектов (или установление налоговых льгот по ним), введение импортных пошлин на определенные товары и т.п.

в) *Улучшение институциональной среды.*

В рамках промышленной политики государство должно значительно активизировать свои действия по реструктуризации предприятий. В зависимости от конкретных обстоятельств в этих целях должны использоваться банкротства; смена неэффективных собственников либо через систему арбитражных судов, либо посредством прямых переговоров; замена высших менеджеров на неэффективных госпредприятиях. По отношению к убыточным негосударственным предприятиям во многих ситуациях целесообразно восстанавливать в той или иной форме контроль органов власти (федеральной, региональной или муниципальной), в отдельных случаях привлечение эффективных собственников в убыточные негосударственные предприятия должно происходить через реприватизацию компаний.

Важным аспектом институциональной политики должно быть антимонопольное регулирование, в том числе предотвращение незаконных картельных сговоров и действенный ограничительный контроль за динамикой цен естественных монополистов.

Одновременно реальными целями промышленной политики должны стать постепенное повышение уровня прозрачности ведения бизнеса и корпоративного управления, приближение практики национального бухучета к международным стандартам, декриминализация экономической жизни (прежде всего, вытеснение из всех сфер делового оборота организованной преступности).

Все это сможет привести к росту доверия потенциальных инвесторов к российскому фондовому рынку в целом, притоку на него средств инвесторов и росту его капитализации.

4.1.5. При разработке промышленной политики необходимо провести оценку объема инвестиций в российский реальный сектор через фондовый рынок на разных этапах промышленной политики.

В этом случае прогноз фондового рынка будет способствовать построению реалистичной и просчитанной промышленной политики.

4.2. Кредитно-денежная политика государства и рынок государственных ценных бумаг

4.2.1. Рынок государственных и субфедеральных ценных бумаг - необходимая часть финансовой политики государства и регулирования бюджетных процессов

Рынок государственных ценных бумаг выполняет серьезную макроэкономическую функцию, являясь надежным источником покрытия бюджетного дефицита, а также, отчасти - среднесрочных инвестиций. До дефолта августа 1998 года рынок государственных ценных бумаг играл роль одного из важнейших регуляторов бюджетного процесса, основанных на действии рыночных механизмов.

Как важнейший инструмент финансовой политики государства, рынок облигаций внутреннего долга, с другой стороны, представляет собой механизм регулирования текущей ликвидности банковской системы, а также обеспечивает участников торгов ликвидным инструментом, альтернативным вложениям в валюту.

Для восстановления макроэкономического значения рынка государственного долга в России необходимо:

- развивать рынок государственных ценных бумаг как ориентир для формирования государственной процентной политики;
- обеспечить обоснованность объемов государственных заимствований на внутреннем рынке (путем расчета максимально допустимой нормы заимствований)[9];
- обеспечить пропорциональность временнóй структуры рынка государственных ценных бумаг за счет новых эмиссий. Для этого продолжить прерванную кризисом политику постепенной пролонгации сроков обращения государственных ценных бумаг (путем постепенного удлинения сроков новых выпусков). Довести структуру рынка по срочности до уровня мировых стандартов;
- обеспечить пропорциональность развития рынков государственных и негосударственных ценных бумаг;
- обеспечить сочетание инвестиций Банка России в нерыночные облигационные займы для покрытия дефицита бюджета с его финансированием за счет широкого круга инвесторов на основе выпуска рыночных государственных бумаг;
- подготовить и обеспечить выпуск государственных ценных бумаг (государственных инвестиционных облигаций) целевым назначением под эффективные инвестиционные проекты, в которых участвует государство, с обеспечением процентных выплат и их погашения доходами от указанных проектов; обеспечить поэтапное увеличение их доли в эмиссиях государства до 30%;
- развивать систему государственной экспертизы и оценки эффективности инвестиционных проектов;
- обеспечить сохранение наибольших налоговых льгот только по тем государственным ценным бумагам, средства от размещения которых используются на капитальные вложения, финансирование науки и образования;

---

9. В настоящее время такие ограничения существуют в Бюджетном кодексе и Федеральном законе "Об особенностях эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг", однако они неэффективны, и как показала практика, не способны снижать риск государства, как заемщика.

- законодательно ограничить долю участия нерезидентов на рынке внутреннего государственного долга, поскольку участие нерезидентов фактически конвертирует часть внутреннего долга во внешний;
- обеспечить сохранение и развитие инфраструктуры и технологий рынка государственных ценных бумаг, включая их региональный аспект;
- создать эффективную систему управления внутренним государственным долгом. Целью управления государственным долгом является сокращение стоимости заимствований, рефинансирование государственного долга, сокращение долгового бремени, поддержание платежеспособности правительства как заемщика, регламентация отношений на уровне принятия решений, в том числе по эффективному использованию заемных средств.

Система управления государственным долгом должна обеспечивать:

- раскрытие информации, учет и статистическую отчетность по состоянию государственного долга,
- мониторинг и прогноз состояния, подготовку проектов политических решений в отношении объема, структуры государственного долга, стоимости заимствований,
- текущие решения по заимствованиям, ведение переговоров и подготовку сделок,
- завершение создания системы управления государственным долгом, обеспечивающей снижение кредитных рисков,
- координацию действий субъектов, которые участвуют в управлении государственным долгом (непосредственно совершают сделки по заимствованиям, распределяют ресурсы, осуществляют учетную функцию и т.д.),
- обеспечение денежных ресурсов для совершения процентных и возвратных платежей по долгам,
- контроль денежных потоков (поступление средств, их пообъектное и в рамках лимитов использование, контроль возвратных платежей),
- текущее регулирование и воздействие на государственный долг с целью поддержания его ликвидности, минимизации его величины, расходов на его обслуживание и рисков, с ним связанных (игра на финансовых рынках, направленная на оптимизацию долга, проведение реструктуризации долгов и т.д.),
- организацию рынка государственных ценных бумаг и воздействие на его конъюнктуру.

4.2.2. Совершенствование механизма инвестиционной деятельности государства

В условиях ограниченности финансовых ресурсов государства следует оптимизировать финансирование государством отдельных направлений экономической политики. В частности, целесообразно определить несколько стратегических направлений инвестирования государством финансовых ресурсов (разработка стратегических программ развития). Определение круга стратегических программ развития должно сопровождаться определением реальных финансовых затрат под указанные программы. При этом необходимо обеспечить механизм, который бы позволял избежать распыления государственного финансирования. Элементом такого механизма должен стать

контроль органов представительной власти и общественности за определением круга стратегических программ.

В рамках указанных программ государство должно распределять на конкурсной основе государственные заказы и гранты на стратегические научные разработки под конкретные проекты. Механизм распределения государственных заказов и грантов должен быть максимально прозрачен и контролироваться органами законодательной власти. Кроме того, необходимо предусмотреть механизм ответственности получателя государственного заказа за результаты расходования предоставленных средств.

4.2.3. Государственная собственность в акционерном капитале предприятий

Необходимо законодательно регламентировать порядок управления пакетами акций производственных предприятий, принадлежащих государству.

4.3. Создание системы антикризисного управления и условий посткризисного восстановления рынка ценных бумаг

Опыт кризиса 1998 г. показал необходимость скорейшей разработки и утверждения на правительственном уровне системы мер по антикризисному управлению рынком ценных бумаг.

4.3.1. Необходимые действия по государственному регулированию в период кризиса

Среди большинства торговых систем мира распространены различного рода ограничители, снижающие системный риск, прерывающие торговлю или ограничивающие ценовые колебания в кризисные периоды.

Оперативные же действия органа государственного регулирования в момент кризиса должны исходить не только из общепринятых принципов, но и из целесообразности и необходимости противостоять панике на рынке. При крупных падениях рынков и массированном выводе с них капиталов сами участники рынка и профессиональные сообщества (саморегулируемые организации, торговые системы), как правило, не в состоянии справиться с ситуацией. В этих случаях необходим интервенционизм, прямое вмешательство государства (финансовых регуляторов, действующих от имени государства) в рыночные процессы.

В целях обеспечения регулируемости фондового рынка в кризисные периоды могут быть рассмотрены следующие меры:

- разработка специального плана действий финансового регулятора в условиях чрезвычайной ситуации. Должно быть дано определение чрезвычайной ситуации, в т.ч. в связи с масштабным манипулированием на рынке, действиями нерезидентов. Должна существовать система оперативного наблюдения за рынками (как базовых ценных бумаг, так и производных финансовых инструментов), которая обеспечивает постоянное поступление финансовому регулятору текущей информации о состоянии рынка, ее оценку и немедленное выделение информации о наступлении чрезвычайных ситуаций;
- Должна действовать процедура координации или совместных действий разных финансовых регуляторов (например, рабочая группа) и обмена информацией между ними. В частности, при утрате объекта регулирования

(как это случилось в 1998 г. в отношении рынка ценных бумаг) государственное ведомство обязано ежедневно заниматься антикризисным управлением, создать совместно с крупнейшими эмитентами, участниками рынка и СРО антикризисную рабочую группу, ежедневно добиваться от них конкретных обязательств и мер по восстановлению объемов торгов и капитализации, оперативно внутри торгового дня контролировать динамику рынка;

- Регулятор кроме обычных процедур внутридневной приостановки торгов (которые в России не дали должного эффекта) должен иметь возможность ввести более сильные меры, способные привести к прекращению паники и оттока капиталов (особенно в случае, если рынок подвергается спекулятивной атаке, манипулированию ценами акций, валюты и производных инструментов):
  - временное закрытие рынков (на день, несколько дней, а при необходимости - на более длительные сроки),
  - интервенция государства на рынке ценных бумаг и рынке производных инструментов,
  - срочное введение ограничений на движение средств по счету капиталов, в том числе оперативное введение ограничений на репатриацию средств от продажи ценных бумаг на внутреннем рынке, запрещение внутренних кредитов иностранным финансовым институтам и др.,
  - борьба с манипулированием.
- В момент кризиса комиссия по ценным бумагам не должна предпринимать неожиданных действий, затрагивающих основы рынка.

4.3.2. Регулирование рынка в посткризисный период.

Государственная политика восстановления фондового рынка в посткризисный период должна включать в себя:

- разработку программы антикризисного управления (регулирования) как официального документа, предусматривающего ряд последовательных в среднесрочной перспективе мер государства (финансового регулятора), направленных на сокращение системного риска, а также план действий в чрезвычайных ситуациях (при наступлении системного риска),
- оценку сценариев динамики финансового рынка при различных вариантах финансово-кредитной политики, включая ее валютную, денежную, бюджетную и процентную составляющие, режим счета капиталов (степень и формы либерализации, наличие ограничений на движение капиталов и т.д.), баланс обязательств и активов страны в целом, требования к финансово-кредитной политике, которые бы исключали накопление краткосрочных требований к макроэкономике, возникновение спекулятивного роста цен на финансовые активы
- реструктуризацию и развитие индустрии ценных бумаг с целью снижения системного риска; пополнение капиталов брокерско-дилерских компаний и банков, занятых в фондовом бизнесе; лимитированное развитие рынка срочных контрактов, предусматривающее оценку решений финансового регулятора в этой области с точки зрения системного риска,
- создание системы мониторинга и оценки системного риска, которая давала бы возможность, основываясь на «сигналах раннего предупреждения», принимать корректирующие меры до начала необратимого падения рынков,

- создание институциональной структуры по антикризисному управлению финансовым рынком. С этой целью – формирование рабочей группы по антикризисному управлению из представителей финансовых регуляторов, операторов рынка, независимых исследователей, присоединение к международным рабочим группам и комитетам, созданным с этой целью. Определение порядка координации и последовательности действий финансовых регуляторов при наступлении чрезвычайных ситуаций на финансовых рынках,
- развитие рынков корпоративных облигаций, которые являются стабилизирующим элементом в сравнении с рынками акций и валютными рынками,
- активную кампанию в области общественных связей, направленную на улучшение представлений инвесторов об экономической обстановке в России, об ожидании нового подъема на рынке корпоративных ценных бумаг, о позитивных изменениях в финансовой ситуации и т.д. Должны быть созданы информационные пулы (эмитенты, участники фондового рынка, информационные агентства), деятельность которых могла бы координироваться рабочими группами ФКЦБ и которые бы готовили и распространяли позитивную информацию об инвестиционных проектах, результатах хозяйственной деятельности, отраслях, в которых происходит экономический рост, и т.д.,
- совместные действия государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг, их способность обращать конфликты интересов, возникающие между ними, в источник позитивной работы, направленной на восстановление рынка.

4.3.3. Экономическая политика государства по восстановлению фондового рынка

Восстановление фондового рынка предполагает переход к финансовой и денежной политике экономического роста.

Усиление роли государства при этом заключается не в росте административного аппарата и регулятивных издержек, а в начале агрессивной политики стимулирования экономического роста, в частности, в привлечении на цели инвестирования части долларовых сбережений населения и вывезенных капиталов. Внутри страны должен быть запущен в действие финансовый и денежный механизм экономического роста; затем могут прийти масштабные иностранные инвестиции, являющиеся ключевым элементом модернизации экономики.

Активная политика экономического роста характеризуется повышенным уровнем вмешательства государства в экономику (стимулирование роста сбережений, субсидии конкретным отраслям, льготное кредитование крупнейших компаний, работающих в области новых технологий, защита внутреннего рынка на основе замедленной либерализации импорта промышленных товаров и капиталов, обширные административные полномочия министерств, используемые в целях содействия роста и т.д.).

Основными компонентами политики экономического роста являются:

- поэтапное сокращение до 30% доли внутреннего кредита, направляемого на покрытие дефицита федерального и региональных бюджетов, увеличение до

60% доли внутреннего кредита, направляемого на финансирование производства и торговли,

- снижение концентрации денежных ресурсов в Москве до 25-30% от их объема в России, создание механизмов перетока финансовых средств в регионы,
- отказ от возобновления практики использования сверхвысокой доходности государственных ценных бумаг, ставок учета векселей Центральным Банком. При этом важным избрать политику обязательных резервов, которые бы стимулировали накопление банками денежных ресурсов с длительными сроками хранения. В частности, вернуться к практике середины 90-х гг., когда по указанным ресурсам, прежде всего в иностранной валюте, устанавливались пониженные нормы обязательного резервирования,
- снижение налоговой нагрузки до 20-25% ВВП, создание налоговых условий, при которых невыгодно массовое занижение прибылей и доходов, искусственная убыточность; налоговая амнистия по вывезенным капиталам; резкое снижение налогового бремени за счет налоговых льгот (регрессивной шкалы налогообложения), даваемых за прирост продукции (или чистой прибыли) в сопоставимых ценах, за рост несырьевого экспорта (создание на 1-2 года налогового механизма, стимулирующего бизнес демонстрировать рост, а не прятать выручку); более объемные налоговые льготы малому бизнесу за рост производства[10]. При этом потери бюджета за счет налога от прибыли будут полностью компенсированы ростом НДС,
- инвестиционная направленность бюджета,
- стимулирование инвестиций финансовых институтов в реальный сектор (налоговые льготы по доходам от инвестиций, финансового лизинга и долгосрочных кредитов в экономику, льготные нормы резервирования и нормативы рисков, субсидирование процентных ставок, целевое кредитование Банком России коммерческих банков для финансирования инвестиционных проектов) при усилении надзора за рисками финансовых институтов и их реструктуризации,
- запуск крупных инвестиционных программ (экспортные производства, дороги, жилищное строительство, автомобилестроение и т.д.), связанных с улучшением качества жизни населения и смешанным (государственно-частным) финансированием (начальные источники финансирования - эмиссия в форме целевых кредитов Центрального Банка коммерческим банкам для инвестиций последних в долговые обязательства по конкретным инвестиционным проектам),
- налоговое стимулирование развития рынка корпоративных ценных бумаг; максимальное поощрение долгосрочных инвестиций в акции и корпоративные долговые бумаги,
- усиление защиты внутренних инвесторов; введение иммунитета внутренних инвесторов сроком на один год в отношении вступления в силу правовых норм, ухудшающих условия внутренних инвестиций в части взаимоотношений инвесторов с государством; создание системы гарантирования и страхования частных инвестиций, которая может стать их

---

10. Малые предприятия (венчурные фирмы) в экономиках большинства стран являются "объектами ускоренного роста", наиболее динамичными разработчиками и поставщиками новейших технологий. В этой связи налоговое стимулирование малого бизнеса является распространенным приемом в международной налоговой практике.

мультипликатором; отмена контроля за крупными расходами с целью стимулирования внутреннего денежного спроса,

- более жесткое регулирование валютного курса в безналичном обороте с тем, чтобы ограничить влияние роста денежного предложения на курс рубля и темпы инфляции,
- поощрение долгосрочных иностранных инвестиций, связанных с переносом в Россию капитала и современных технологий; введение налоговых льгот иностранным инвесторам по долгосрочным инвестициям в корпоративные ценные бумаги; налоговое и иное поощрение прямых иностранных инвестиций под гарантии сохранения рабочих мест и предоставления денежных ресурсов в развитие предприятий; ограничение ликвидности рынка и возможностей краткосрочных масштабных изъятий иностранного капитала при острых кризисах рынка ценных бумаг; сотрудничество с правительствами-партнерами с тем, чтобы добиться режима наибольшего благоприятствования для инвестиций в Россию (страхование и гарантирование инвестиций); создание благоприятного для зарубежных инвесторов имиджа России.

4.4. Совершенствование условий инвестирования. Привлечение инвесторов и стимулирование инвестиций

4.4.1. Основные аспекты долгосрочной политики регулирования рынка ценных бумаг

Долгосрочными целями регулирования рынка ценных бумаг на этапе его развития должны стать:

а) переориентация рынка ценных бумаг на выполнение своей основной задачи - перераспределение средств для инвестиций в реальный сектор.

б) снижение излишних регулятивных издержек: облегчение процедур регистрации небольших и непубличных эмиссий, отмена недействующих правил [бездокументарные векселя (1996), опционные свидетельства (1997)], сокращение отчетности эмитентов, чьи акции не обращаются на организованных рынках, снятие высоких запретительных барьеров для выхода на рынок (например, в доверительном управлении),

в) реструктурирование отрасли ценных бумаг (поощрение укрупнения и слияний брокерско-дилерских компаний, торговых систем, формирования филиальной сети, создание системы надзора за финансовым состоянием брокеров-дилеров, программа их рекапитализации, формирования резервов против убытков и финансового оздоровления, организация управления рисками у профессиональных участников фондового рынка),

г) создание специализированных рынков для инвестиций в реальный сектор (вывод новых эмитентов на рынок под крупнейшие инвестиционные проекты, поощрение рынков коммерческих бумаг, закладных, складских свидетельств, создание рынков российских акций компаний роста, корпоративных облигаций, торговых систем для розничных инвесторов, работа с крупными иностранными инвесторами и т.п.),

д) снижение системного риска,

е) повышение конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг (борьба против перемещения торговой активности на западные рынки, создание предпосылок для формирования в России центра по торговле финансовыми инструментами стран СНГ, сочетание разумного протекционизма и открытости;

отказ от попыток создать «внутреннюю» утечку капиталов, дав возможность прямого обращения внутри страны иностранных ценных бумаг или депозитарных расписок на них[11]),

ж) повышение активности на рынке внутренних розничных инвесторов для инвестиций в ценные бумаги реального сектора (введение налогового стимулирования инвесторов, которое сейчас полностью отсутствует, создание специальных торговых систем и новых финансовых инструментов для различных групп инвесторов, обязательные нормативы инвестирования в ценные бумаги реального сектора, содействие развитию корпоративного управления (corporate governance), культуре отношений с инвесторами (investor relations), образовательных программ для инвесторов, расширение запретительных норм в отношениях «брокер-клиент», распространение системы розничных фондовых магазинов и т.д.),

з) подчинение регулятивной инфраструктуры на рынке ценных бумаг решению задач экономического роста:

- ограничение спекулятивных инвесторов и возможностей масштабного единовременного вывода капиталов с рынка,
- поощрение эмиссий, связанных с инвестиционными проектами, ослабление регулирования эмиссий, не предназначенных для обращения на открытом рынке,
- поощрение развития услуг брокерско-дилерских компаний по корпоративному финансированию, работе с отечественными инвесторами,
- стимулирование укрупнения и снижения финансовых рисков брокерско-дилерских компаний, организация надзора за финансовым состоянием профессиональных участников рынка ценных бумаг,
- ускоренное развитие рынка корпоративных долговых бумаг, прежде всего облигаций под инвестиционные проекты, коммерческих бумаг для финансирования оборотных средств в хозяйстве, еврооблигаций компаний,
- поощрение организаторов торговли к слиянию и укрупнению рынков, к выводу на рынок большего количества эмитентов, в том числе средних компаний, несущих инновационный потенциал
- создание регулятивных условий, стимулирующих долгосрочные иностранные инвестиции и оптимизирующих долю краткосрочные вложения иностранных инвесторов в ценные бумаги в целях обеспечения устойчивости рынка,
- более жесткое ограничение манипулятивной и инсайдерской практики, нечестных брокерских практик в отношениях с клиентами,
- регулирование финансовых рисков в брокерско-дилерских компаниях, реструктуризация профессиональных участников рынка ценных бумаг,

и) выполнение требований Концепции развития рынка ценных бумаг в РФ, утвержденной Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008:

- минимальное государственное вмешательство и максимальное саморегулирование,
- отказ от навязывания централизованных решений при создании инфраструктуры рынка; принцип равных возможностей (отсутствие

11. Подобного рода законодательная инициатива была предпринята ФКЦБ в 1999 г.

преференций для отдельных участников рынка ценных бумаг, равенство всех участников рынка перед регулирующими органами),

- обеспечение гласности нормотворчества и обязательности участия профессиональных участников рынка в создании его нормативной базы,

к) создание системы надзора за финансовым состоянием участников фондового рынка.

4.4.2. Создание общеэкономических условий развития рынка ценных бумаг

Для создания общеэкономических условий расширения инвестиционных процессов необходима защита интересов отрасли ценных бумаг с тем, чтобы предлагаемые Министерством экономики, Министерством финансов, Банком России, ФКЦБ России, Госналогслужбой и другими государственными органами меры общеэкономической, инвестиционной, финансовой и денежно-кредитной политики в как можно большей степени ориентировались на стимулирование инвестиций, модернизацию экономики, экономический рост.

Необходима ежегодная разработка по согласованию с Банком России и Минфином России политики на следующий год (например, «Основные направления развития рынка ценных бумаг и политика ФКЦБ» или «Основные направления государственной политики на рынке ценных бумаг»), осуществляющей увязку экономических сценариев, предлагаемых правительством, с экономическими прогнозами и предложениями, относящимися к компетенции и политике других государственных ведомств, а также мерами, относящимися к компетенции ФКЦБ по усилению долгосрочного инвестиционного характера фондового рынка. Было бы целесообразным предусмотреть в указанном документе специальные разделы, посвященные стимулирование развития институциональных инвесторов – прежде всего, пенсионных и страховых фондов (они являются основными инвесторами на западных фондовых рынках и, как показывает опыт США, могут стимулировать инвестиционную активность собственно населения путем введения специальных пенсионных планом).

- **Рост монетизации - приоритет политики развития фондового рынка**

Чем выше монетизация, уровень финансовой глубины экономики (financial deepening)[12] - тем выше насыщенность ценными бумагами хозяйственного оборота, тем больше финансовых ресурсов перераспределяется через

---

12. В России – один из самых низких в мире уровней монетизации, на начало ноября 1998 г. он составлял 16-17% ВВП, к концу 1999 г. - 22-24% ВВП. Денежная политика экономического роста означает рост монетизации ВВП хотя бы до 30-35% (при ее постепенном наращивании, удержании умеренной инфляции, стимулирующей экономический рост, при эмиссии денег, происходящей по каналам, связанным с реальным ростом товарного обеспечения, как это могло бы происходить при переучете ЦБР экспортных векселей или кредитовании банков под залог векселей, связанных с расчетами по товарам). Искусственный дефицит денег и неубывающая тяжесть бюджета вызывают быстрый рост доли денежных ресурсов страны, используемых государством, уменьшение финансирования оборотных средств реального сектора (через кредиты банков) и - в еще меньшей мере, по остатку - инвестиций. Быстро увеличиваются взаимные неплатежи, растут объемы векселей – суррогатов денег (летом 1997 г. векселя, по оценке, составляли 50-60% денежной массы, вызывая огромные дополнительные издержки на обращение товаров) и бартер (летом 1999 г. почти 50% расчетов в хозяйстве осуществлялось через них, в 1997-98 г.г. – более 60%).

брокерско-дилерские компании и коммерческие банки, тем более устойчивой является конъюнктура рынка ценных бумаг. Объемы рынка ценных бумаг в России искусственно и жестко ограничены наиболее низкой среди стран мира монетизацией.

- **Структура финансирования хозяйства**

Структура собственности в стране полностью определяет и структуру финансирования хозяйства. Анализ российской практики – и с точки зрения структуры собственности, и с точки зрения реально сложившихся пропорций рынка – предполагает, что в России финансирование хозяйства происходило и будет происходить в основном за счет долговых инструментов, и только во вторую очередь – за счет акций. Финансовый рынок будет носить во многом долговой характер.

В этой связи российская практика должна будет ориентироваться на развитые финансовые рынки континентальной Европы, для которых (в отличие от англо-американской модели) характерно преимущественное использование долговых инструментов.

- **Структура финансирования оборотных средств**

Фактическая структура созданной долговой экономики России такова, что за счет акционерных капиталов финансируются лишь несколько процентов оборотных средств, за счет кредитов - 6-7%, за счет кредиторской задолженности (частично секьюритизированной в форме векселей) – 85-90%, при этом примерно половина долгов являются просроченными.

В этой связи важным макроэкономическим ориентиром является рост доли собственных источников в структуре средств, в первую очередь за счет наращивания акционерных капиталов, до 5-7%, рост доли облигационных займов и иных эмиссионных долговых ценных бумаг в структуре финансирования до 10 - 15%, рост доли коммерческих бумаг до 5%.

- **Структура финансирования инвестиций в основной капитал**

В настоящее время финансирование инвестиций в основной капитал осуществляется за счет собственных накоплений предприятий и амортизации, а также за счет кредитов. Доля средств, привлеченных за счет выпуска ценных бумаг, невелика (по оценке, не более 1-2%).

Соответственно, важнейшим макроэкономическим ориентиром для государства будет увеличение до 25-30% доли средств в инвестиции в основной капитал, привлекаемых на основе выпуска эмиссионных ценных бумаг (предприятиями и государством, при условии возобновления выпуска муниципальных займов под конкретные инвестиционные проекты и начала выпуска федеральных инвестиционных облигаций, средства от размещения которых будут направляться на конкретные инвестиционные проекты).

- **Рост насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами**

Рост насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами при устойчивости рынка - важнейший приоритет политики развития фондового рынка. Чем более финансовый сектор насыщен ценными бумагами, тем больше, при прочих равных, каналов перераспределения денежных ресурсов на цели инвестиций, тем более глубоким и полным является использование свободных денежных ресурсов в экономике и тем более зрелым и устойчивым

становится рынок ценных бумаг. Конкретной целью является повышение уровня капитализации фондового рынка до 20%, а затем до 30% ВВП.

- **Изменение структуры собственности как условие создания масштабного рынка акций**

Для решения данной задачи необходимы меры государства по преодолению оптовой структуры акционерного капитала и содействию изменения структуры собственности (формированию мелкой массовой структуры акционерного капитала, увеличению доли отечественных, в том числе розничных инвесторов, сокращению доли иностранных инвесторов в текущих операциях на рынке акций).

В этой связи важнейшей задачей является мониторинг структуры собственности в России и работа с крупнейшими эмитентами, направленная на рост доли акционерных капиталов, относящейся к мелким акционерам, находящейся в ликвидной форме.

ФКЦБ необходимо содействовать не только развитию институтов коллективных сбережений, которые несут в условиях российского рынка высокие риски и не способны пока переломить негативное отношение население к финансовым посредникам, но и активно помогать становлению рынков розничных операций с ценными бумагами, развитию брокерских услуг, оказываемых непосредственно населению, профессиональных участников, ориентированных на работу непосредственно с физическими лицами

Ориентиром может стать поэтапное, в течение 5-7 лет, повышение доли мелких отечественных инвесторов и связанных с ними институциональных инвесторов в структуре акционерных капиталов до 30-35% (что обеспечило бы крупные объемы и ликвидность рынка акций в России).

- **Создание в России объемного рынка корпоративных долговых ценных бумаг**

Долговой характер экономики России и финансового рынка страны предопределяет, что важнейшей задачей является содействие развитию рынка корпоративных облигаций (прежде всего под инвестиционные проекты), еврооблигаций компаний, ипотечных облигаций, коммерческих бумаг и складских свидетельств, которые бы позволили перевести часть задолженности компаний в ликвидную, регулируемую и менее рисковую форму.

Усилия государства должны быть также направлены на снижение доли и понижение рисков вексельного финансирования хозяйства, развитие других долговых ценных бумаг, дающих возможность финансировать инвестиции и не имеющих в настоящее время рынка в России: облигации государственных ведомств и агентств под конкретные инвестиционные проекты, облигации городов под инвестиции в аграрный сектор, пищевую промышленность и социальную инфраструктуру.

- **Формирование рынка коммерческих бумаг**

С 1999 г. в России активно развивается проект создания нового сегмента финансового рынка - коммерческих бумаг (его инициаторами стали участники рынка).

Преимущества коммерческих бумаг:

- Позволяют привлекать крупные заемные, более дешевые ресурсы (в т.ч. напрямую, минуя финансовых посредников) у институциональных

инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний),

- Регистрация и раскрытие информации по коммерческим бумагам осуществляются в облегченном режиме,
- Размещаются и торгуются, в основном, во внебиржевом обороте, составляющем крупнейшие оптовые рынки,
- Поддаются иммобилизации и дематериализации, имеют международный рейтинг,
- Создают механизм частичного замещения сложившейся системы финансирования оборотных средств через взаимные неплатежи, риски и потери,
- Снижают издержки и риски обращения валового продукта,
- Расширяют состав инвесторов, передающих долговые средства хозяйству.

- **Преодоление оффшорности рынка**

Для решения этой проблемы необходимо проведение следующего комплекса мероприятий и решений:

- введение требования к обязательному заключению крупных сделок с ценными бумагами (свыше 1 млрд. руб.) крупнейших российских эмитентов на организованном биржевом рынке, где в рамках процедуры листинга эмитент обязан соблюдать высокий уровень информационной открытости и прозрачности;
- введение требования к обязательному проведению денежных расчетов по сделкам с ценными бумагами за иностранную валюту внутри страны или через счета российских клиринговых организаций за рубежом, открытых по разрешению Банка России;
- усиление защиты внутренних инвесторов - амнистия за вывоз капиталов из страны при строгом надзоре за соблюдением законодательства (попытки использовать только административные инструменты и запрещения для предотвращения дальнейшей утечки капиталов за рубеж неизбежно потерпят неудачу, т.к. они только усилят стремление избежать налогов);
- создание в России международных финансовых центров с освобождением (полным или частичным) их участников (иностранные финансовые институты) от налогов по финансовым операциям между нерезидентами;
- дестимулирование спекулятивных иностранных инвесторов с целью поддержания доли краткосрочных иностранных портфельных инвесторов в размере не более 15% любого сегмента рынка ценных бумаг.

4.4.3. Снижение инвестиционных рисков

Институциональные риски

Необходимо четко определить позицию государства по ряду принципиальных вопросов:

- проблема деприватизации как фактор снижения инвестиционной привлекательности страны (в частности, в 1999 г. неофициально называлась цифра порядка 40 % общего числа предприятий, приватизированных с нарушениями законодательства). Необходимы: жесткая и обоснованная декларация о намерениях со стороны правительства; принятие закона «О национализации в РФ» с указанием

принципиальных процедур и описанием мер защиты интересов инвесторов – добросовестных приобретателей (процедуры компенсации инвесторам и процедуры защиты интересов добросовестных приобретателей с учетом уже состоявшихся многократных перепродаж),

- активизация использования дополнительных эмиссий акций и производных бумаг, долговых схем (секьюритизации долгов), инструментария банкротства, реорганизаций компаний. В этих условиях стали более заметными и успешными попытки региональных элит взять под контроль основные предприятия своего региона. Методы борьбы носят в основном процедурный характер: ведение двойного реестра, двоевластие в АО (два собрания, два совета директоров, два генеральных директора), переход на единую акцию и др. Чаще всего для этих конфликтов характерен правовой нигилизм, когда захватчик власти в корпорации игнорирует реальную структуру акционерного капитала и тонкости процедурных вопросов управления. Перераспределение собственности является нормальным и эффективным механизмом корпоративного управления и контроля за менеджерами в рамках цивилизованных процедур, если итогом такого перераспределения становится эффективность компании на микроуровне, экономический рост в рамках национальной экономики. Соответственно, приоритетной задачей остается формирование четкого правового поля такого перераспределения.
- необходимым условием формирования правового поля для цивилизованной смены собственнико является построение соответствующей инфраструктуры и выработка политических решений, направленных на исполнение законодательства. В пользу дальнейшего усиления контролирующих функций на рынке ценных бумаг со стороны регулирующего органа свидетельствуют в первую очередь объемы и количество различных видов нарушений[13].

Макроэкономические риски

Необходимой предпосылкой развития рынка ценных бумаг (инвестиционной активности) является низкий уровень инфляции, равно как и предсказуемость поведения цен в экономике. Поэтому важнейшей задачей остается проведение политики, направленной на устойчивое снижение инфляции и инфляционных ожиданий. Требуется ужесточение контроля за

---

13. Среди наиболее типичных видов выявленных в 1998-1999 гг. правонарушений можно указать:
    - выпуск в обращение ценных бумаг без их государственной регистрации;
    - деятельность на рынке ценных бумаг лиц без соответствующей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;
    - отсутствие реестра владельцев размещенных именных ценных бумаг;
    - неправомерные отказы во внесении записей о переходе прав собственности или неправомерное внесение таких записей в реестр владельцев именных ценных бумаг специализированными регистраторами;
    - осуществление операций с ценными бумагами без поручения их собственника или неосуществление таких операций при наличии поручения собственника;
    - нарушения установленных процедур корпоративного управления акционерными обществами;
    - нарушения установленного порядка раскрытия информации эмитентами ценных бумаг и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

доходами и расходами бюджета, завершение в кратчайшие сроки создания централизованной казначейской системы исполнения бюджета.

Периодическая девальвация валюты является одним из условий устойчивого долговременного роста национальной экономики. Ухудшение торгового баланса, накладывающееся на ухудшение условий торговли страны и усиление оттока капитала, вызванного ростом странового риска, вызывает кризис в экономике, как это было в 1998 году.

Внешние риски

Макроэкономические параметры зависят не только от внутренних российских условий, но и от мировых, конъюнктура которых в данный момент благоприятна для российской экономики. При этом необходимо учитывать, что текущая «длинная волна» мировой конъюнктуры в том состоянии, в каком она подошла к концу 90-х гг., по оценке, может в ближайшие 10 лет иметь снижающийся склон (отрицательная финансовая и экономическая динамика), что создаст фундаментальный внешний фактор, негативно воздействующий на состояние российского рынка ценных бумаг. Любые подъемы рынка, если они не вызваны его фундаментальной недооцененностью в сравнении с внешними рынками, могут носить спекулятивный и недолговечный характер.

Сильнейшим фактором нестабильности является огромный государственный долг, в первую очередь внешний. В настоящий момент объем внешнего долга правительства РФ составляет более 150 млрд. долл. Состояние государственного долга определяет низкий кредитный рейтинг России и высокие процентные ставки, поэтому без решения проблемы задолженности нельзя рассчитывать на значительный приток капитала на приемлемых условиях. В то же время полное обслуживание долга непосильно для российской экономики. Нужна реструктуризация долга, возможная только при наличии убедительной программы реформ.

4.4.4. Стимулирование инвестиционной активности

В целях обеспечения притока инвестиций необходимо решить следующие задачи:

- привлечение на фондовый рынок не менее 15-20% сбережений, находящихся внутри страны в наличной иностранной валюте,
- введение налоговых льгот для розничных инвесторов по доходам от государственных и корпоративных ценных бумаг,
- создание системы государственного страхования и гарантирования розничных инвестиций в ценные бумаги,
- защита прав инвесторов, в том числе: повышение материальной обеспеченности обязательств, вытекающих из ценных бумаг; раскрытие информации и ее подтверждение; обеспечение доведения информации до инвесторов; защита добросовестных приобретателей[14]; защита миноритарных акционеров; защита от недобросовестного банкротства,
- налоговое поощрение создания на предприятиях инвестиционных и опционных планов для расширения собственности работников на акции своих компаний,

[14] Для решения этой проблемы надо изменить редакцию ч.3 ст. 302 ГК РФ, предусмотрев, что именные ценные бумаги также, как и ценные бумаги на предъявителя, не могут быть истребованы у добросовестного приобретателя.

- разработка системы правовых мер по защите интересов мелких инвесторов на фондовом рынке[15],
- поддержка внутреннего корпоративного спроса на ценные бумаги, связанные с инвестициями, путем установления соответствующих налоговых льгот.

Корпоративное управление и защита прав акционеров

В российской практике акционеры меньшинства, в т.ч. мелкие розничные акционеры, как правило, не имеют экономической заинтересованности в результатах деятельности акционерных обществ (массовая невыплата дивидендов, реструктуризация акционерных капиталов в пользу крупных контролирующих акционеров, неликвидность большинства акций и невозможность получить их рыночную оценку и выгоду от повышения их курсовой стоимости, отсутствие реальной защиты интересов мелкого розничного инвестора иначе чем через трудоемкий и дорогой гражданский процесс).

Права акционеров и защита прав акционеров обеспечиваются, прежде всего, должной постановкой корпоративного управления. В международной практике это основной метод предварительного урегулирования и разрешения возникающих конфликтов интересов.

В то же время по структуре собственности Россия ближе к германо-японской модели - оптовой, с крупными пакетами структуре акционерных капиталов. Это означает, что наряду с защитой розничных акционеров, одновременно необходимо сделать приоритетом государственной политике защиту прав крупных акционеров, а именно:

- защиту оптовых акционеров меньшинства (имеющих доли капитала в 2-15%) от неправомерных действий контролирующих акционеров,
- защиту контролирующих акционеров в борьбе с действиями оптовых акционеров меньшинства.

Необходима разработка и принятие стандартов корпоративного управления, обеспечивающих возможность цивилизованного разрешения конфликтов интересов при обязательном сохранении условий эффективной деятельности предприятий.

Крупные инвесторы

Для регулирования деятельности крупных инвесторов необходимы:

- выработка регулятивных норм и надзорного опыта, которые бы предупреждали

  а) манипулятивную и инсайдерскую практику,

  б) установление контролирующими акционерами контроля за денежными потоками предприятия, искусственное ухудшение его финансового положения и рыночной стоимости в ущерб акционерам меньшинства,

---

[15] Необходимо внести изменения в закон "Об акционерных обществах", исключающие злоупотребления со стороны большинства инвесторов и совета директоров. Необходимо законодательно расширить права меньшинства акционеров и аутсайдеров, особенно в вопросах доступа к информации, организации собраний акционеров и представительства в совете директоров. Целесообразно ввести ограничение на количество мест в совете директоров для владельца контрольного пакета. Требуется также создать механизм предотвращения размывания капитала, для чего предусмотреть оплату акций второй и последующих эмиссий исключительно денежными средствами.

в) неправомерное изменение контролирующими акционерами структуры контроля над компанией,

г) искусственные банкротства в ущерб правам акционеров,

д) неправомерные и преднамеренные действия акционеров меньшинства, дезорганизующие деятельность компании (в целях захвата контроля или спекулятивной перепродажи пакетов акционеров меньшинства).

- создание организованных рынков крупных блоков акций, на которых могла бы выявляться настоящая рыночная стоимость компании (обязательное проведение крупных сделок блоками через организованные рынки, создание и урегулирование рынка тендерных предложений),
- накапливание судебных или арбитражных прецедентов (через специализированные суды по защите прав собственников или же любые иные институциональные механизмы разрешения споров).

Формирование собственности менеджеров и работников предприятий

Создание условий для формирования собственности менеджеров и работников предприятий в масштабе страны расширяет возможности для решения следующих макроэкономических задач:

- более широкое участие населения в собственности, более высокий инновационный потенциал экономики и, в итоге, большую экономическую свободу и более высокий потенциал развития общества,
- расширение мощности финансовых рынков, становление действительно массовых и ликвидных рынков акций, диверсификация финансовых инструментов и финансовых институтов,
- усиление социальной стабильности, рост благосостояния населения при большей вовлеченности средств населения в финансирование экономического роста.

Работа с иностранными инвесторами

- привлечение иностранных инвесторов к обсуждению и решению вопросов правоприменительной практики на рынке ценных бумаг;
- проведение, с целью улучшения образа российской судебной системы, серии «круглых столов» между юристами иностранных инвесторов и российскими судьями;
- проведение совместной с юристами иностранных инвесторов работы по совершенствованию юридических стандартов российского рынка ценных бумаг в рамках действующего законодательства.

В то же время иностранные инвесторы не должны претендовать на привилегии по сравнению с российскими инвесторами и не могут навязывать оценку имеющихся проблем с точки зрения отсутствующих в российском законодательстве юридических стандартов.

Работа с розничными и коллективными инвесторами

Для развития системы коллективных инвестиций в Российской Федерации необходимо:

- оперативно завершить формирование специального законодательства, определяющего правовые формы функционирования институтов коллективного инвестирования в РФ,

- осуществлять работу по созданию в Российской Федерации института «инвестиционных/финансовых консультантов», профессиональной деятельностью которых являлось бы освещение деятельности как профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и институциональных инвесторов, консультирование частных инвесторов по вопросам вложения свободных денежных средств и др.

Для активизации розничных инвесторов необходимо:

- изменение налогового законодательства, введение налоговых льгот для физических лиц при операциях с ценными бумагами, льгот для финансовых посредников, обслуживающих мелких частных инвесторов,
- создание эффективного механизма ответственности эмитента перед акционерами,
- поощрение и поддержка формирования институтов коллективных инвестиций,
- государственная поддержка работы с мелким инвестором крупных банков, имеющих региональные сети,
- формирование адекватного нормативно-регулятивного режима и государственная поддержка торговли с использованием Интернета и других электронных брокерских систем,
- государственная поддержка создания фондовых центров, магазинов, клиентских центров и т.п. по работе с мелкими инвесторами,
- государственная поддержка надежных торговых, клиринговых и расчетных систем, обеспечивающих условия для торговли мелкими лотами ценных бумаг,
- проведение разъяснительной работы среди широких слоев населения, организация широкомасштабного обучения основам инвестирования в ценные бумаги (вплоть до включения в учебную программу средней школы).

Инвестиционная деятельность банков

Преимуществами банков при осуществлении корпоративного финансирования под инвестиционные проекты являются: снижение рисков за счет диверсификации услуг, более крупные капиталы банков, комплексность обслуживания клиентов, экономия издержек, накопленная прибыль, более простой доступ к финансовым ресурсам.

Необходимость участия коммерческих банков в операциях с ценными бумагами продиктована, во-первых, тем, что в настоящее время они аккумулируют достаточно большие финансовые ресурсы, во-вторых, необходимостью диверсификации активности банковских организаций, что служит снижению рисков.

Необходима поддержка деятельности банков по инвестиционному кредитованию со стороны законодательных органов, Правительства и Банка России. Одной из мер, способствующих направлению ресурсов банков на финансирование инвестиций, является дифференцирование норм обязательных резервных требований не только в зависимости от структуры их депозитов, но и от специализации банков.

4.4.5. Стимулирование деятельности эмитентов ценных бумаг

Стимулирование деятельности российских предприятий-эмитентов ценных бумаг включает в себя следующие меры.

Меры государственной поддержки:

- выпуск государственных инвестиционных ценных бумаг под крупные отечественные инвестиционные проекты, в которых участвует государство, с обеспечением процентных выплат и их погашения доходами от указанных проектов; поэтапное увеличение их доли в эмиссиях государства до 30%;
- ежегодный вывод при поддержке государства на организованный фондовый рынок не менее 50-70 крупных российских предприятий, преимущественно под инвестиционные проекты и программы реструктуризации;.
- отбор 20-30 крупнейших инвестиционных проектов, обеспечивающих прирост ВВП в сопоставимых ценах не менее чем на 4-5%, и поддержка государством в организации их акционерного и долгового финансирования за счет выпуска ценных бумаг и размещения бумаг среди отечественных и иностранных инвесторов, оказание эмитентам, инвесторам и другим участникам инвестиционных проектов содействия со стороны государства на всех стадиях организации и финансирования проектов
- формирование реестра из двух-трех тысяч предприятий реального сектора для проведения с ними постоянной работы по подготовке их выхода на фондовый рынок страны;
- развитие инфраструктуры инвестиционного консультирования предприятий реального сектора;
- развитие рынка коммерческих ценных бумаг для финансирования оборотных средств предприятий в ликвидной форме;
- оказание помощи в размещении выпусков ценных бумаг предприятий в регионах их расположения;
- создание механизма эффективного управления государственными пакетами акций как инструмента проведения государственной политики по использованию фондового рынка в интересах реального сектора экономики.

Создание условий для выхода предприятий на рынок ценных бумаг:

- разработка единой методологии оценки финансово-экономического состояния предприятий-эмитентов для целей фондового рынка;
- разработка индивидуальных программ (бизнес-планов) по выводу предприятий-эмитентов на фондовый рынок; выработку индивидуальных предложений по дальнейшей корпоративной политике предприятия, включая предложения по реструктуризации;
- переучет (для целей обращения ценных бумаг предприятий на рынке) основных фондов предприятий реального сектора с помощью современных бухгалтерских методик в целях снижения размера их недооцененности;
- изменение системы бухгалтерского учета (аналогично западным стандартам IAS и US-GAAP), ее переориентация на привлечение инвестиций и реальное отображение в бухгалтерской отчетности производственных результатов;
- оказание консультационной помощи эмитентам по переходу к международным стандартам финансовой отчетности. Подобную работу можно проводить за счет средств международных финансовых организаций;
- разработка совместно с ведущими рейтинговыми агентствами методик определения рейтинга качества корпоративного управления.

Развитие системы подготовки и повышения квалификации кадров предприятий-эмитентов

Перспективы развития рынка ценных бумаг во многом связаны с необходимостью преодоления дефицита подготовленных кадров в регионах России. Развитие рынка ценных бумаг, его усложнение предполагают организацию процесса подготовки новых кадров и постоянного повышения квалификации основной массы его участников (эмитентов, дилеров, брокеров, аналитиков и пр.).

В решении задач обучения и повышения квалификации региональных кадров участников фондового рынка и руководителей предприятий-эмитентов должны принять участие отечественные и зарубежные институты, накопившие большой опыт работы на этом рынке, обладающие достаточным потенциалом для разработки и реализации соответствующих проектов в регионах России. Финансовой базой для обеспечения данного направления могут стать кредиты Всемирного банка и средства, выделяемые ЕС в рамках TACIS. В рамках данного направления необходимо сделать следующие шаги:

- разработать концепцию Учебного центра по подготовке и повышению квалификации кадров фондового рынка в регионах;
- создать региональную сеть учебных центров;
- разработать обучающий материал (программы обучения, литературу, информацию) и адаптировать его к региональному уровню;
- издать учебные пособия;
- создать специальные обучающие компьютерные программы;
- проводить выставки, семинары и конференции;
- разработать методики обучения и переобучения судей, арбитров, следователей, прокуроров, адвокатов по правовым вопросам рынка ценных бумаг;
- создать материальную и организационную основу для методической подготовки и обучения правовым вопросам рынка ценных бумаг всех судей арбитражных судов регионов, где расположены объекты инфраструктуры рынка ценных бумаг.

<u>Защита прав эмитентов как участников рынка ценных бумаг должна включать:</u>

- устранение неоправданного вмешательства органов государственного регулирования фондового рынка, участников рынка ценных бумаг, саморегулируемых организациями, а также общественных объединений в деятельность предприятий-эмитентов,
- разработку (с участием профессиональных участников российского фондового рынка, эмитентов ценных бумаг, органов государственного регулирования и контроля) и утверждение на правительственном уровне требований к объему, периодичности и порядку предоставления отчетной информации предприятий-эмитентов, исходя из принципа достаточности раскрываемой информации для принятия инвестиционных решений и соблюдения экономической безопасности страны, а также порядка сбора отчетной информации, ее хранения, обработки, использования, допуска к ней третьих лиц;
- создание условий для сокращения доли оффшорных операций с российскими ценными бумагами за счет поэтапного перевода операций в российскую инфраструктуру с проведением расчетов в национальной валюте России (в том числе за счет снижения трансакционных и регулятивных издержек);

- введение необходимых ограничений на размещение и обращение российских акций на зарубежных фондовых рынках в виде депозитарных расписок в целях обеспечения контроля со стороны предприятий-эмитентов над структурой собственности;
- сокращение сроков, упрощение процедуры и снижение регистрационного сбора при регистрации выпуска ценных бумаг отечественными предприятиями-эмитентами;
- изменение действующего режима налогообложения эмиссии и обращения корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций);
- защиту эмитентов от недобросовестных и враждебных действий инвесторов, приводящих к саботированию деятельности эмитентов или получению закрытой информации об их деятельности, включая промышленный шпионаж в отдельных отраслях hi-tech.

4.4.6. Повышение транспарентности (прозрачности) рынка ценных бумаг

Для активизации инвестиционного процесса и обеспечения прав инвесторов необходимо повышение уровня информационной прозрачности рынка ценных бумаг. Государственная программа повышения транспарентности (прозрачности) рынка ценных бумаг должна включать в себя следующие меры.

Информационная поддержка рынка ценных бумаг:

- создание системы государственной информационной поддержки инвестиционного процесса в стране, в том числе через рынок ценных бумаг; создание информационных пулов, обеспечивающих раскрытие позитивных сведений о российских предприятиях; ведение постоянных информационных кампаний, направленных на стимулирование инвестиций в российские ценные бумаги;
- введение национального рейтинга российских ценных бумаг;
- подготовку и реализацию программы просветительской деятельности среди населения, включающей в себя организацию регулярных программ о фондовом рынке для населения по радио и телевидению; введение вопросов по фондовому рынку в учебные программы для среднего школьного, среднего профессионального, высшего и последипломного образования;
- введение системы мер, стимулирующих раскрытие информации участниками рынка;
- создание специализированных телепрограмм для информационной поддержки инвестиционных программ российских предприятий;
- обеспечение защиты информации.

Система противодействия инсайдерской торговле:

- равные условия вторичного обращения однотипных финансовых инструментов на различных торговых площадках;
- введение в структуру организатора торговли системы надзора за торгами в целях выявления манипулирования ценами, необоснованных колебаний цен или скупки значительных пакетов акций небольшой группой инвесторов;
- разработка и введение типовых стандартов комплекса внутренних правил использования служебной информации для эмитентов, организаторов торговли, участников торговли и иных институтов фондового рынка, соответствующих специфике их деятельности.

Мероприятия по пропаганде успеха на рынке:

- проводить работу с широкими слоями населения через СМИ (аналогично прошедшей компании по деноминации) с пропагандой вложений в акции российских компаний;
- пропагандировать коллективные формы инвестирования как средство минимизации рисков;
- оказывать государственную поддержку специализированным изданиям по рынку ценных бумаг, в частности – журналу «Рынок ценных бумаг»;
- проводить целенаправленную работу с ведущими рейтинговыми агентствами, крупнейшими международными финансовыми компаниями, формирующими приоритеты инвесторов:
- проводить мероприятия по улучшению инвестиционного имиджа России, с этой целью активно работать с российскими и зарубежными СМИ.

4.4.7. Оптимизация налогообложения операций с ценными бумагами

Для обеспечения налогового стимулирования инвесторов и отечественных эмитентов ценных бумаг необходимо предпринять следующие шаги по оптимизации налогообложения операций с ценными бумагами:

- выровнять налоги на процентные платежи / дисконт по государственным и корпоративным ценным бумагам, что повысит привлекательность для инвесторов вложений в ценные бумаги российских предприятий,
- снизить верхнюю границу доходности при отнесении на себестоимость процентов (дисконта), уплачиваемых эмитентом по облигациям, до уровня не более 10 % от ставки рефинансирования ЦБ РФ (что будет способствовать успешной конкуренции эмитентов корпоративных облигаций с кредитными организациями за привлечение финансовых ресурсов),
- отменить налог на эмиссию ценных бумаг как тормозящий инвестиционный процесс,
- отменить или снизить по приоритетным ценным бумагам (например, корпоративным облигациям) налог на операции с ценными бумагами, взимаемый как доля от объема выпуска корпоративных ценных бумаг (этот налог удорожает эмиссию, препятствует выходу предприятий на фондовый рынок),
- ввести полное или частичное освобождение розничных инвесторов от подоходного налога, взимаемого на доходы от акций (дивиденды, рост курсовой стоимости), оптовых инвесторов (юридических лиц) от налога на прибыль, имеющую тот же источник, предоставление налогового кредита на уплату налогов на указанные доходы;
- ввести поощрительные ставки налога на прирост капитала,
- ввести механизм зачета отрицательных курсовых разниц для розничных инвесторов, возможность переноса на несколько лет вперед отрицательных курсовых разниц для розничных и оптовых инвесторов (что дает возможность зачета их в годы, отличающиеся растущей курсовой стоимостью)
- ввести целевые налоговые льготы (освобождение от налога, применение пониженной налоговой ставки), направленных на поощрение долгосрочных инвестиций в акции (льготы применяются в том случае, если акции держатся владельцем в течение определенного срока), неспекулятивных прямых

инвестиций (льготы применяются, когда инвестор владеет не менее определенной долей бизнеса), инвестиций в определенные акции (малого бизнеса, определенных приоритетных отраслей, венчурные компании), вывода акций на организованные рынки (льготы возникают, если акции прошли листинг и обращаются н фондовой бирже), спроса на акции (вычет процентов за кредит, взятого на покупку акций, из налогооблагаемой базы), специальных личных и институциональных инвестиционных планов (средства в рамках которых направляются на инвестиции в акции).

4.4.8. Эффективная система регулирования (саморегулирования) участников рынка и их включение в инвестиционный процесс. Повышение роли государства в регулировании деятельности профессиональных участников на рынке ценных бумаг

Государственное регулирование деятельности профессиональных участников на фондовом рынке дополняет система саморегулирования рынка, а именно деятельность самих участников рынка и объединяющих их организаций (профессиональных и инфраструктурных объединений) по самоорганизации и поддержанию функционирования рынка.

Часть этой деятельности формализована государством через лицензирование саморегулируемых организаций (СРО), которым государство делегирует права на выполнение определенных функций (контроля и принуждения к соблюдению принятых правил и стандартов), сопряженные с выполнением установленных им обязанностей.

Важнейшей задачей СРО является постоянное совершенствование правил поведения и стандартов деятельности участников рынка и систем контроля за их выполнением. При этом СРО, выполняющие установленные государством функции, не должны подменять собой все профессиональное сообщество фондового рынка (профессиональных участников, их объединений и инфраструктуры).

Для создания эффективной комплексной системы регулирования деятельности всех участников рынка ценных бумаг в соответствии с изложенными выше государственными целями и задачами, необходимы следующие организационные мероприятия.

<u>В части общей системы регулирования</u>:

- создание при Правительстве РФ (под руководством/при участии вице-премьера, отвечающего за экономический блок в Правительстве) Координационного Совета государственных регулирующих органов по финансовому рынку (в составе руководителей ФКЦБ РФ, МФ РФ, Банка России, МАП РФ, Минэкономики, МНС, Минюста, представителей профессионального сообщества и экспертов), в рамках которого будут согласовываться их основные решения, касающиеся этого рынка; функции рабочего органа КС может выполнять Коллегия ФКЦБ;
- уточнение полномочий госорганов-регуляторов, разграничение ответственности за результаты деятельности по регулированию различных аспектов функционирования рынка, создание системы оперативного антикризисного и комплексного регулирования рынков, исключение систем многократного контроля в целях снижения регулятивных издержек всех видов у участников и государства;
- в целях реализации единой системы регулирования рынка ценных бумаг и

российской банковской системы восстановление роли Центрального банка Российской Федерации как регулятора деятельности кредитных организаций на рынке ценных бумаг;

- установление реального (под решаемые задачи) финансирования государственных органов – регуляторов.

В части повышения требований к саморегулируемым организациям:

- определение границ государственного регулирования и саморегулирования, установление регулирующих функций СРО по критерию возможности (полномочия – ответственность) и целесообразности выполнения ими тех или иных регулирующих действий, оптимальное сочетание контрольных функций государственных органов и органов саморегулирования;
- активизация процессов саморегулирования (сочетание переданных СРО самими участниками полномочий с ответственностью перед ними) на различных сегментах рынка;
- усиление роли саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг в обеспечении функционирования и развития рынка ценных бумаг;
- введение разумной множественности (ликвидация монополии) СРО и **только при этом условии** возможно введение обязательного членства участника рынка по крайней мере в одной СРО;
  - во избежание бюрократизации и коррупции – установление в системе регулирования четкого разграничения государственных функций (с полномочиями государства и на бюджетные деньги), функций СРО и общественных функций (переданных участниками, финансируемых и контролируемых ими);
- рациональное разграничение функций контроля и допуска на рынок между государством (общий контроль, в том числе за СРО, и лицензирование участников) и СРО (первичный контроль, санкции в виде мер общественного воздействия и аттестация специалистов);
- формализация и оптимизация требования к саморегулируемым организациям (СРО), повышение их ответственности за деятельность входящих в них участников, устранение возможности преференций и протекционизма в отношении отдельных СРО, усиление реального контроля за деятельностью СРО;
- содействие координации деятельности различных СРО в центре и в регионах, устранение случаев дублирование регулятивных функций государственных органов регулирования СРО.

Задачи саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг:

- выработка и стандартизация правил деятельности участника рынка, распространение обычаев делового оборота сегментов финансового рынка;
- проведение постоянного мониторинга состояния рынка через его участников и организация двустороннего информационного диалога регулирующих органов с участниками рынка;
- участие в выработке мер по повышению эффективности функционирования различных сегментов рынка (в том числе содействие эмиссиям ценных бумаг в целях дробления акционерных капиталов; созданию лучших условий доступа предприятий к капиталам, реструктурированию инвестиционно-

финансовых институтов, преодолению нечестных торговых и клиентских практик, стимулированию внутренних инвесторов);

- участие в формировании новых сегментов, инструментов и технологий на рынке ценных бумаг;
- формирование реальных, отвечающих задачам государственного регулирования и требованиям инвесторов систем раскрытия информации (объем информации, механизм, процедуры, совершенствование технологии сбора, хранения и анализа отчетности) и повышение прозрачности деятельности профессиональных участников;
- создание нормативно-методической базы внутреннего контроля для участников;
- создание эффективной системы контроля за деятельностью профессиональных участников и выполнением ими установленных правил и стандартов.

4.4.9. Совершенствование операционной структуры рынка ценных бумаг

Банки на фондовом рынке

Для налаживания массового инвестиционного процесса необходимо обеспечение конкурентоспособности российских финансовых институтов (по отношению к иностранным финансовым институтам, в том числе действующим на российском рынке ценных бумаг), а также фондовой отрасли в целом.

Среди прочих групп финансовых институтов, работающих на рынке ценных бумаг и/или обеспечивающих его деятельность, особую роль играют коммерческие банки. Эти крупнейшие российские финансовые институты, обладающие инвестиционными возможностями и выполняющие жизненно важные для рынка функции обеспечивающей инфраструктуры (расчетные, депозитарные и т.п.). Кроме того, банки являются важнейшим каналом включения в фондовый рынок денежных средств внутреннего инвестора, прежде всего, населения.

Сосредоточение большого числа столь важных для рынка функций у одного участника – коммерческого банка - сопряжено с накапливанием рисков, но оно же создает возможности – в случае рационального управления рисками – их компенсации и снижения (по сравнению с моноспециализированным профессиональным участником).

Т.н. "американская модель" рынка ценных бумаг, в соответствии с которой существовали ограничения на вложения банков в ценные бумаги (в России ее приверженцы призывали ограничить профессиональную деятельность банков на рынке ценных бумаг), признана профессиональным сообществом неподходящей для России, поскольку привела бы российский фондовый рынок к провинциализму и вырождению при отсутствии важнейшей категории его участников.

Для ускоренного развития российского фондового рынка требуется активное участие коммерческих банков, условия функционирования и требования к которым должны быть адаптированы с учетом их специфики как многопрофильных финансовых институтов.

Торговые операторы (брокеры-дилеры)

Для развития брокерской и дилерской деятельности кроме перечисленных выше условий необходимо решить следующие основные задачи:

- создание условий для повышения уровня капитализации участников;
- необходимо разумное сочетание специализации при выполнении основных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с универсализацией выполняющих их финансовых институтов; наличие на рынке как узкоспециализированных так и универсальных профессиональных участников;
- поощрение конкурентоспособности услуг через стимулирование снижения комиссии инфраструктурных организаций и снижения трансакционных издержек;
- поощрение разумного уровня конкуренции торговых операторов путем предотвращения монополизации отдельных операций, инструментов, технологий группами доминирующих участников;
- качественное регулирование финансовых рисков торговых операторов, поощрение развития различных систем страхования их деятельности, в том числе через создание системы обязательных резервов под отдельные операции (по подобию системы Банка России для кредитных организаций);
- обеспечение равных условий профессиональной деятельности для различных групп участников.

Инфраструктура рынка

А) Торговые системы.

Основные усилия должны быть направлены на развитие инфраструктуры организованных рынков, в рамках которых торговые и расчетные операции осуществляются в соответствии со стандартными правилами и процедурами. Важной задачей, решение которой имеет ключевое значение для развития всех подсистем инфраструктуры организованных рынков, является совершенствование «дистанционных» (с удаленным доступом) систем торговли (что особенно актуально с учетом масштабов страны и известных диспропорций в распределении финансовых потоков) и стимулирование внедрения электронного документооборота при совершении и исполнении сделок с ценными бумагами.

Условия нормального функционирования и развития торговых систем:

- создание (с участием госорганов-регуляторов, профучастников и их объединений) системы оперативного антикризисного регулирования рынков, предупреждающей рыночные крахи и ограничивающей колебания рыночной стоимости ценных бумаг;
- усиление механизма справедливого ценообразования, в частности, за счет усиления конкурентной среды прямыми мерами как государственного регулирования, так и саморегулирования со стороны профобъединений, в том числе необходимо:
  - способствовать достижению оптимального для каждого финансового инструмента соотношения между базовыми механизмами торговли – аукционным и переговорным;
  - стимулировать качественные изменения в развитии торговых систем по корпоративным ценным бумагам, создав прозрачные механизмы ценообразования, при которых цены могут рассматриваться в качестве официальных и использоваться для оценки активов, в том числе коллективных инвесторов при расчетах с индивидуальными инвесторами, а также для целей

налогообложения;
- установить обязательное проведение и регистрацию крупных сделок с ценными бумагами российских эмитентов через организованные рынки;
- обеспечить введение и применение в профессиональных стандартах действенных ограничений конфликтов интересов, манипулятивной и инсайдерской практики, нечестных торговых практик в отношениях с клиентами;
- создать в рамках существующих организаторов торговли специализированные торговые системы для операций розничных клиентов, торговли блоками, акциями молодых компаний роста (венчурных компаний), для обращения биржевых коммерческих бумаг;
- ввести обязательное проведение и регистрацию крупных сделок с ценными бумагами крупнейших российских эмитентов через организованные рынки;
- создать систему надзора за участниками рынка со стороны организаторов торговли;
- создать страховые и гарантийные фонды в рамках торговых систем;
- организовать систему раскрытия информации о совершаемых сделках.

Для развития внебиржевой торговли основной задачей является предотвращение монополизации рынка, обеспечение достаточной открытости информации в отношении реальных цен и объемов сделок и предотвращение манипулирования ценами.

Для увеличения объемов торговли, в первую очередь, через привлечения средств инвесторов-физических лиц, необходимо формирование систем прямого доступа инвесторов в системы торговли (типа московских фондовых центров) для операций с населением в российских регионах.

Б). Клиринговые организации.

Необходимо проведение комплекса мероприятий по совершенствованию нормативно-правовой базы клиринговой деятельности, включающих:

- отказ от излишних ограничений на организационно-правовые формы клиринговых организаций,
- упрощение процедуры их регистрации в регулирующих органах,
- учет в нормативных документах практики осуществления клиринговой деятельности, принятой на рынке ценных бумаг.

В) Рейтинговые агентства.

Для увеличения степени открытости рынка и стимулирования конкуренции необходимо стимулировать рост числа и участие агентств по распространению информации в предложении услуг по определению надежности участников рынка. Главная задача государства – поощрение объективности рейтинговых агентств и завоевание необходимого авторитета в профессиональном сообществе

Раздел V. Обеспечение конкурентоспособности российского фондового рынка

Принимая меры к восстановлению и развитию рынка ценных бумаг, необходимо рассматривать эти процессы с позиций конкуренции с другими рынками ценных бумаг.

5.1. Место России среди других рынков ценных бумаг.

Необходимы длительные усилия государства и профессионального сообщества по финансовому строительству для того, чтобы в новом десятилетии превратить российский рынок ценных бумаг в рынок, активно конкурирующий, постоянно усиливающий свой вес и влияние в международном финансовом обороте.

Ограниченная рыночная ниша России

Денежные ресурсы, перераспределяемые посредством рынков ценных бумаг, конечны, что определяет жесткую конкуренцию биржевых фондовых рынков за денежные потоки. 85-95% оборотов по сделкам с акциями и капитализации фондовых бирж относятся к 23 развитым рынкам ценных бумаг (по классификации International Finance Corporation за 1998 г., в т.ч. США и Япония- 60-65%. Соответственно, только 5-15% оборотов по сделкам с акциями и капитализации фондовых бирж относятся к 79 формирующимся рынкам ценных бумаг.

Российскому рынку ценных бумаг приходится конкурировать с другими формирующимися рынками за ограниченный или даже сужающийся объем ресурсов в связи с массовым уходом инвесторов на развитые рынки.

Российский рынок по степени зрелости и рискам относится к рынкам, стоящим на начальных ступенях развития, к наиболее рискованным объектам инвестиций, к монофакторным рынкам, зависящим, например, от цен на экспортируемое сырье (нефть). В результате глубина падения российского рынка в 1998 г. была наибольшей среди фондовых рынков мира. По данным International Financial Corporation российский рынок акций был в 1998 г. худшим в мире, сокращение его стоимости составило –87.5% (ближайшими к нему являлись Украина – -82.3%, и Румыния – -67.7%).

Таким образом, рыночная ниша российского рынка ценных бумаг будет формироваться в острой конкуренции с другими рынками, прежде всего, центрально- и восточноевропейскими, внутри жестко ограниченного (или даже сужающегося) объема инвестиционных ресурсов, в борьбе за то, чтобы российские торговые системы не превратились в провинциальные, с резко ограниченной ликвидностью площадки.

Иностранные биржи – конкуренты российских торговых систем в прямой торговле акциями

Конкуренция иностранных бирж может иметь *масштабные негативные последствия* для развития российских торговых систем и московского финансового рынка, как центрального в России и СНГ. Ряд иностранных бирж (альянс Венской и Немецкой бирж, Берлинская, Стамбульская биржи) строит

свою конкурентную политику так, чтобы стать центрами торговли акциями и другими ценными бумагами стран СНГ, Центральной и Восточной Европы. Развиваются проекты биржи «Новая Европа» (NEWEX) в Вене, сегмента "International Secutities Market" на Стамбульской фондовой бирже, которые прямо предназначены для обращения ценных бумаг из указанного региона.

Создание бирж для российских акций за пределами России может вызвать:

- *массовый уход* с российских финансовых рынков иностранных инвесторов и финансовых институтов на рынки, учрежденные западными биржами, по их правилам и технологиям, т.е. с точки зрения нерезидентов, абсолютно надежные и привычные,
- *резкое сокращение* российского финансового рынка, его провинциализацию.

Финансовое будущее России зависит от усилий государства и профессионального сообщества по концентрации рынков и капиталов, от способности предоставлять услуги клиентам города из России, Центральной и Восточной Европы и Центральной Азии по мобилизации финансовых средств на цели инвестиций.

Основные мероприятия по финансовому строительству

Учитывая жесткую конкуренцию за создание финансовых рынков для иностранных участников, за международный характер финансовых рынков, сложившихся в той или иной стране, необходимо:

- разработать долгосрочную политику развития российских финансовых центров;
- осуществлять мониторинг и специальные исследования в отношении того, насколько конкурентоспособны российские финансовые центры в сравнении с зарубежными;
- организовать специальные департаменты, отвечающие за развитие финансового центра;
- рассмотреть возможность установления налоговых льгот финансовым институтам по операциям на международных финансовых рынках и др.

5.2. Концепция взаимодействия рынков ценных бумаг стран СНГ

В связи с изложенным в п. 5.1 необходимо прежде всего активно развивать взаимодействие рынков ценных бумаг стран СНГ.

Принятие совместных решений стран СНГ по:

- признанию собственности,
- созданию общего рынка капиталов в СНГ,
- взаимному предоставлению инвесторам стран СНГ национального режима инвестирования,
- иммунитету инвесторов, свободной репатриации и использованию доходов от инвестиций,
- соблюдению прав инвестирования в ценные бумаги,
- свободному движению услуг на рынке ценных бумаг,
- сближению законодательства о ценных бумагах,
- взаимной координации.

Экономические результаты взаимодействия

- рост инвестиционного потенциала стран-участниц, усиление устойчивости их фондовых рынков,
- повышение привлекательности рынков ценных бумаг стран СНГ для внешних и внутренних инвесторов, в т.ч. за счет роста объемов рынков, диверсификации финансовых инструментов, наращивания объемов денежных ресурсов, перераспределяемых через рынок ценных бумаг на цели инвестиций,
- дальнейшее развитие транснациональной собственности внутри СНГ, расширение возможностей для создания транснациональных объединений предприятий, для привлечения ими ресурсов на открытом финансовом рынке,
- снижение издержек в расчетах и в долговых отношениях между странами СНГ, обеспечение ликвидности средств, находящихся в расчетах и взаимных долгах, создание рыночного механизма их реструктурирования на основе секьюритизации долговых обязательств, возникающих между странами СНГ, их физическими и юридическими лицами.

Формы взаимодействия рынков ценных бумаг стран СНГ

- взаимное признание государственной регистрации ценных бумаг. Свободный допуск ценных бумаг, включая депозитарные расписки, выпуск которых зарегистрирован страной- участницей; ценных бумаг, включая векселя, не требующих государственной регистрации странами-участницами,
- отсутствие специальных разрешений со стороны государственных органов, осуществляющих регулирование рынков ценных бумаг и валютной сферы на вывоз и допуск к обращению ценных бумаг, выпущенных в данной стране, для обращения в других странах-участницах соглашения; на ввоз и допуск к обращению ценных бумаг, выпущенных в других странах-участницах соглашения, для обращения в данной стране.
- взаимный отказ в допуске незарегистрированных ценных бумаг,
- взаимный отказ в обложении обязательными платежами,
- взаимное признание лицензий, выданных на право ведения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг,
- взаимное признание аттестатов, лицензий или иных разрешений, выданных государственными органами физическим лицам на право деятельности на рынке ценных бумаг,
- взаимный отказ в допуске на фондовый рынок участников, не прошедших регистрацию (лицензирование, аттестацию),
- распространение национального режима регулирования на деятельность лиц- резидентов одной страны-участницы при их деятельности в качестве инвесторов в ценные бумаги, в т.ч. в качестве акционеров, на территории других стран- участниц,
- осуществление расчетов за ценные бумаги в порядке, предусмотренном для расчетов за товары и услуги между странами- участницами. Рассмотрение возможностей использования в этих целях Межгосударственного банка, учрежденного странами- участницами СНГ,

- осуществление программы секьюритизации признанных взаимной задолженности стран-участниц СНГ и вывода выпущенных на этой основе ценных бумаг на организованные рынки стран-участниц,
- гармонизация законодательства в области ценных бумаг и акционерных обществ,
- поощрение взаимной активности эмитентов, инвесторов и профессиональных участников по выводу своих ценных бумаг на фондовые рынки стран СНГ, предоставлению финансовых ресурсов и услуг, обеспечивающих выпуск и обращение ценных бумаг на рынках стран-участниц, созданию межбиржевых рынков,
- поощрение создания международных ассоциаций и объединений регуляторов рынков ценных бумаг стран СНГ, их профессиональных участников, организаторов торговли, специалистов и руководителей в целях содействия и координации усилий по развитию индустрии ценных бумаг в странах СНГ,
- создание рабочей группы при Межгосударственном экономическом комитете Экономического союза, осуществляющей подготовку и координацию работ по взаимодействию рынков ценных бумаг стран- участниц СНГ,
- осуществление взаимодействия в отношении срочных рынков, созданных странами- участницами СНГ, на принципах и в формах, содержащихся в настоящей Концепции.

Раздел VI. Механизм реализации Программы

В реализации Программы предусматривается ведущая роль Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Вместе с тем целесообразно предусмотреть совместную работу различных министерств и ведомств РФ по развитию и регулированию фондового рынка. Для устранения межведомственных противоречий и сокращения времени согласования регулирующих документов ввести практику создания межведомственных рабочих групп; избегать практики согласования уже разработанных внутри отдельных ведомств нормативно-правовых актов непосредственно перед их внесением в Правительство Российской Федерации в установленном порядке.

Для успешной реализации Программы предлагается:

- создать при Правительстве РФ (под руководством/при участии вице-премьера, отвечающего за экономический блок в Правительстве) Координационного Совета государственных регулирующих органов по финансовому рынку (в составе руководителей ФКЦБ РФ, МФ РФ, Банка России, МАП РФ, Минэкономики, МНС, Минюста, представителей профессионального сообщества и экспертов), в рамках которого будут согласовываться их основные решения, касающиеся этого рынка; функции рабочего органа КС может выполнять Коллегия ФКЦБ;
- ввести в практику, начиная с 2000 г., разработку и утверждение ФКЦБ России совместно и по согласованию с Банком России и Минфином России ежегодных «Основных направлений государственной политики на рынке

ценных бумаг», а также ежегодных отчетов ФКЦБ России перед Президентом РФ и Правительством РФ о привлечении долгосрочных инвестиций через рынок ценных бумаг (ФКЦБ России, Банк России, Минфин России);

- ввести в практику согласование с Высшим Арбитражным Судом РФ и Верховным Судом РФ правовой политики, проводимой на рынке ценных бумаг,
- разработать финансовые и кредитно-инвестиционные схемы, направленные на их использование в конкретных регионах, отраслях, территориях, сферах деятельности, где запуск механизмов фондового рынка может быть особенно результативен как в коммерческом плане (критерии «время/затраты», «стоимость/эффективность», «доходность/риск»), так и необходим с государственной точки зрения (приоритетные направления развития в научно-технической и производственной сферах, удовлетворение социальных требований и т.п.).

Программа предполагает, начиная с 2000 г:

- поддержку государством совместно с российскими и иностранными участниками рынка крупнейших инвестиционных проектов России, обеспечивающих в совокупности прирост ВВП в сопоставимых ценах не менее чем на 4%, в организации акционерного и долгового финансирования за счет выпуска ценных бумаг и размещения их среди отечественных и иностранных инвесторов, имея в виду оказание эмитентам, инвесторам и другим участникам инвестиционных проектов содействия со стороны государства на всех стадиях реализации проектов (ФКЦБ России, Минэкономики России);
- поддержку наиболее быстро растущих и венчурных компаний, прежде всего в научно-технической, информационной и производственной сферах, в части финансирования их развития за счет выпуска ценных бумаг, в т.ч. путем создания системы информации, упрощения порядка эмиссии, поощрения и облегчения выхода их ценных бумаг на финансовые рынки.
- разработку финансового плана по реализации Программы путем координации затрат внебюджетных средств иностранных и внутренних инвесторов, кредитов Всемирного банка, собственных средств профессиональных участников фондового рынка и эмитентов.

Схема реализации конкретных мероприятий Программы:

- отбор и утверждение на правительственном уровне перечня важнейших проектов по рынку ценных бумаг на год;
- разработка плана-графика организационно-технических мероприятий реализации каждого программного мероприятия;
- организация рабочих групп из представителей исполнителей мероприятий (внутри каждого раздела);
- подготовка требований (технических заданий) и проведение необходимых для этого аналитических работ;
- разработка конкурсной документации, организация и проведение конкурсов;
- подготовка и заключение соглашений с подрядчиками, организация контроля за ходом выполнения;

- оценка эффективности выбранных проектов на основании статистических, финансовых и аналитических отчетов о выполнении мероприятий.

Раздел VII. Развитие нормативно-правовой базы рынка ценных бумаг для реализации настоящей Программы

Правовое обеспечение развития рынка ценных бумаг требует активного развития законодательной и нормативной базы. При этом необходимым является достижение согласованности различных нормативных актов, регулирующих российский фондовый рынок. Основными направлениями развития нормативной правовой базы рынка ценных бумаг являются следующие.

7.1. Совершенствование законодательной и нормативной базы в целях развития рынка ценных бумаг в России:

- укрепление судебной системы, расширение ее возможностей по квалифицированному и быстрому рассмотрению дел, связанных с нарушением прав инвесторов и решением споров на рынке ценных бумаг;
- использование правоприменительной практики судебных органов (особенно Высшего Арбитражного Суда РФ) при рассмотрении споров, связанных с защитой прав и законных интересов инвесторов и акционеров;
- активное использование научного потенциала ведущих юридических институтов (Институт государства и права Российской Академии наук, Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве РФ и др.);
- развитие системы правового анализа действующих законодательных и нормативных актов, а также судебных решений по конкретным судебным делам, связанным с защитой прав и законных интересов инвесторов и акционеров, с тем, чтобы устранить существующие недостатки в реализации механизмов претворения в жизнь конкретных судебных решений (во избежание возникновения коллизионных ситуаций). Указанная система должна быть в равной степени направлена на повышение правосознания широких масс населения;
- изменение законодательства в сторону ужесточения контроля за соблюдением прав акционеров. Разработать и принять нормативные акты, определяющие ответственность руководителей компании-эмитента за соблюдение прав акционеров;
- создание системы «правового ликбеза» для инвесторов и акционеров предприятий-эмитентов с целью разъяснения их законных прав и интересов. Обеспечение доступа населения к понятным и систематизированным источникам законов и инструкций;
- устранение имеющихся противоречий между законодательством о рынке ценных бумаг, законодательством об акционерных обществах и приватизационным законодательством; создать механизмы контроля за разработкой административных инструкций и законодательно установить механизмы исполнения властных полномочий, которыми наделены субъекты Федерации;
- использование на указанные цели средств займа Всемирного банка на развитие правовой реформы с распределением указанных средств через

систему Министерства юстиции РФ и Судебный Департамент при Верховном Суде РФ.

7.2. Развитие правоприменительной практики.

Российское законодательство должно эффективно обеспечивать защиту прав инвесторов на процессуальном уровне, то есть на стадии судебной защиты, а также исполнительного производства. Защита прав индивидуальных инвесторов происходит в судах, реже - в арбитражных судах.

В связи с перегруженностью судебных органов, а также особыми профессиональными требованиями по разрешению споров, возникающих на финансовых рынках, альтернативой органу государственной юстиции нужно рассматривать Третейское разбирательство.

Третейское разбирательство является менее формализованным, и, как правило, более дешевым. Сторона может не прибегать к помощи юристов, а представлять свое дело самостоятельно, а также может формировать состав суда, разбирающий спор. Эти достоинства третейского разбирательства уже давно сделали третейские суды авторитетной инстанцией, участвующей в разрешении споров возникающих на финансовом рынке.

Для широкого использования института третейского разбирательства необходимо формирование адекватной правовой базы.

Огромное значение для защиты прав инвесторов имеет порядок проведения процедуры исполнительного производства. В связи с этим необходима доработка законодательных и нормативных актов по порядку проведения процедуры исполнительного производства, а также дополнение действующего ФЗ «Об исполнительном производстве» положениями, касающимися порядка проведения исполнительного производства в отношении ценных бумаг.

7.3. Концепция законодательных актов, необходимых для осуществления выбранного сценария

Концепция законодательных актов, обеспечивающих реализацию Программы развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, должна быть направлена как на обеспечение первоочередных законодательных мер, осуществление которых необходимо для восстановления рынка ценных бумаг в Российской Федерации в настоящий момент, так и на обеспечение законодательных условий для поддержания и развития рынка ценных бумаг в ликвидном состоянии в целом.

Для определения и построения структуры законодательных актов необходимо определиться с иерархией законодательных и иных нормативных правовых актов, принятие (или внесение изменений) которых способны решить задачи восстановления рынка ценных бумаг и поддержания его ликвидности (федеральные законы, указы Президента РФ, постановления Правительства РФ, нормативные правовые акты министерств и ведомств РФ).

Указанные задачи могут быть реализованы путем создания при Координационном Совете по финансовому рынку (см. Раздел VI) или Коллегии ФКЦБ России постоянно действующей рабочей группы (из специалистов регулирующих органов и независимых экспертов), осуществляющей мониторинг действующего законодательства по рынку ценных бумаг и смежных с ним законодательных и нормативных правовых актов с целью

выявления соответствующих легальных препятствий и недоработок действующего законодательства.

Анализ действующего законодательства РФ и задачи, поставленные в настоящей Программе, позволяют определить основные направления законотворческой деятельности.

7.3.1. Первоочередная задача - ***переориентация рынка ценных бумаг на выполнение своей основной задачи - перераспределение средств для инвестиций в реальный сектор и увеличение капитализаций российского рынка ценных бумаг*** - должна осуществляться по следующим направлениям:

- *обеспечение необходимых условий для вывода предприятий-эмитентов на фондовый рынок:*

1) **изменение законодательства о рынке ценных бумаг** - внесение изменений в **ФЗ «О рынке ценных бумаг»**, направленных на упрощение процедуры регистрации и отчетности предприятий-эмитентов, а также внесение соответствующих изменений в нормативные правовые акты ФКЦБ России;
2) **изменение налогового законодательства** - внесение изменений в **ФЗ «О налоге на операции с ценными бумагами»**, принятие **Налогового кодекса** (II часть), а также внесение изменений в иные законодательные и нормативные правовые акты, устанавливающие режим налогообложения при осуществлении операций с ценными бумагами, с целью отмены (уменьшения) налога на эмиссию ценных бумаг и изменения верхней границы доходности при отнесении на себестоимость процентов (дисконта), уплачиваемых эмитентом по облигациям, а также введения других налоговых льгот и поощрений для предприятий-эмитентов;
3) **принятие новых законодательных актов - ФЗ "О простых и двойных складских свидетельствах"** и иных законодательных актов и постановлений Правительства РФ, а также внесение изменений в действующие нормативные правовые акты, направленные на устранение препятствий в формировании **широкого круга финансовых инструментов** как элементов привлечения средств в реальный сектор экономики (государственные ценные бумаги, выпущенные под конкретные инвестиционные проекты, коммерческие бумаги, производные финансовые инструменты и т.п.);
4) принятие нормативных правовых актов регулирующими органами для создания в рамках действующих организаторов торговли **специализированных торговых систем** для обращения акций молодых компаний роста, биржевых коммерческих бумаг и т.п. финансовых инструментов с целью обеспечения упрощенных процедур допуска эмитентов указанных финансовых инструментов на организованный рынок ценных бумаг;
5) разработка **единой методологии оценки** финансово-экономического состояния предприятий эмитентов для целей фондового рынка;

6) изменение **системы бухгалтерского учета** в сторону международных стандартов бухгалтерского учета.

Реализация комплекса указанных законодательных инициатив позволит обеспечить вывод предприятий на фондовый рынок, однако, учитывая, сложность реализации всего комплекса мер (прежде всего, оперативность), представляется, что принятие на уровне **постановления Правительства Российской Федерации** решения о поддержке предприятия (предприятий) определенной отрасли и создание для него (них) определенных льготных условий позволит вывести эти предприятия на фондовый рынок уже сейчас, создав определенный прецедент по участию государства в регулировании рынка ценных бумаг с целью создания условий для роста капитализации в определенных отраслях и привлечения средств населения в реальный сектор экономики.

- *защита и обеспечение прав акционеров и инвесторов:*

1) **изменение акционерного законодательства** - внесение соответствующих изменений в **ФЗ «Об акционерных обществах»,** направленных на:
   - обеспечение и защиту прав мелких акционеров, а также на определение и установление их статуса в акционерном обществе (соотношение прав мелких и крупных акционеров);
   - определение ответственности руководителей акционерных обществ за соблюдение прав акционеров;
   - четкое разграничение статуса открытых и закрытых акционерных обществ.
2) создание **законодательства о корпоративном управлении** с целью установления правил поведения эмитентов по отношению к инвесторам;
3) **изменение налогового законодательства** - внесение изменений в налоговое законодательство Российской Федерации и введение налогового стимулирования инвесторов путем полного или частичного освобождения инвесторов-физических лиц и инвесторов-юридических лиц от подоходного налога (налога на прибыль), взимаемого от доходов, возникающих при выплате дивидендов на акции, процентов по облигациям, росте курсовой стоимости ценных бумаг, а также установление других налоговых льгот для инвесторов и акционеров в зависимости от условий и целей инвестирования;
4) внесение изменений в **Гражданский кодекс РФ** с целью защиты прав добросовестных приобретателей именных ценных бумаг для создания системы дополнительных гарантий прав акционеров;
5) внесение изменений в **Гражданский процессуальный кодекс РФ** с целью установления правового положения коллективных исков акционеров (инвесторов);
6) внесение изменений в **приватизационное законодательство**, регламентировав права и обязанности государства как акционера;
7) принятие соответствующих **нормативных правовых актов ФКЦБ России,** устанавливающих дополнительные условия и **порядок раскрытия информации** на рынке ценных бумаг, а также

ответственность эмитентов за неполное раскрытие информации о компании-эмитенте;

8) принятие **ФЗ «Об использовании служебной информации на рынке ценных бумаг»,** а также нормативных правовых актов ФКЦБ России, регулирующих и устанавливающих ответственность за использование служебной информации на рынке ценных бумаг, мошенничество и манипулирование ценами на рынке ценных бумаг.

- *создание и развитие системы институциональных инвесторов:*

  1) принятие **ФЗ «Об инвестиционных фондах»;**
  2) изменение **налогового режима акционерных инвестиционных фондов, вложений в паевые инвестиционные и пенсионные фонды;**
  3) совершенствование **законодательства о негосударственных пенсионных фондах и страховых компаниях;**
  4) принятие соответствующих нормативных правовых актов, устанавливающих правовое положение **«инвестиционных/финансовых консультантов»** для обеспечения работы с частными инвесторами, в том числе по привлечению их средств в систему коллективных инвестиций (институциональных инвесторов).

- *развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг*:

  1) принятие **ФЗ «Об электронном документообороте (электронной цифровой подписи», внесений изменений в Гражданский кодекс РФ, ФЗ «О рынке ценных бумаг»** с целью установления правового режима электронного документооборота на рынке ценных бумаг, а также установления правового режима использования **Интернет-технологий** при организации торговли ценными бумагами;
  2) внесение изменений в **банковское законодательство** с целью установления законодательной поддержки деятельности банков по инвестиционному кредитованию;
  3) изменение законодательства с целью определения **роли саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг** и устранения препятствий для создания саморегулируемых организаций организаторами торговли на рынке ценных бумаг.

- *иностранные инвестиции как источник привлечения средств в реальный сектор:*

  1) принятие в новой редакции Федерального закона **"Об иностранных инвестициях в Российской Федерации"**, устанавливающего дополнительные гарантии для долгосрочных иностранных инвестиций в Российской Федерации, в то же время закрепляющего возможность регулирующих органов устанавливать определенные количественные ограничения по

участию иностранных инвесторов в текущих операциях на фондовом рынке;

2) внесение изменений в **налоговое законодательство** Российской Федерации, направленных на введение налоговых льгот иностранным инвесторам по долгосрочным инвестициям в корпоративные ценные бумаги аналогично льготам, устанавливаемым российским инвесторам.

Представленный комплекс законодательных мер направлен на реализацию первоочередных задач - привлечение денежных средств населения и иных инвесторов в реальный сектор экономики, что будет способствовать увеличению капитализации и ликвидности фондового рынка ценных бумаг. Ссоответственно, реализация указанных мер носит первоочередной характер.

7.3.2. Вместе с тем, уже в течение периода восстановления фондового рынка должны быть определены и обозначены долгосрочные законодательные инициативы, направленные на формирование российского фондового рынка как конкурентоспособного сегмента мирового финансового рынка. Такими законодательными инициативами могли бы стать:

- дальнейшее изменение акционерного законодательства с целью приведения его в соответствие с общепринятыми нормами регулирования акционерных обществ, общепринятой практикой корпоративного управления;
- дальнейшая проработка налогового законодательства с целью установления эффективного и сбалансированного налогообложения операций с ценными бумагами на фондовом рынке;
- совершенствование стандартов бухгалтерского учета операций с ценными бумагами;
- установление и закрепление на законодательном уровне стандартов деятельности участников рынка ценных бумаг, прежде всего, организаторов торговли на рынке ценных бумаг и депозитариев, с целью вхождения и участия российских профессиональных участников рынка ценных бумаг в процессах глобализации финансовых рынков.

Общий перечень законодательных актов, в которые требуется внесение изменений:

1. Гражданский кодекс РФ.
2. Уголовный кодекс РФ.
3. Федеральный закон "Об акционерных обществах".
4. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг".
5. Федеральный закон "О банкротстве".
6. Федеральный закон "О приватизации".
7. Федеральный закон "О банках и банковской деятельности".
8. Федеральный закон "О Банке России".

Законы, требующие новой редакции:

1. Федеральный закон "О валютном регулировании и валютном контроле".
2. Федеральный закон "Об инвестиционной деятельности в РСФСР".

3. Федеральный закон "Об иностранных инвестициях в Российской Федерации".

Законы, находящиеся на рассмотрении в Государственной Думе, принятие которых необходимо ускорить:

1. Налоговый кодекс РФ (часть II).
2. Федеральный закон "Об инвестиционных фондах".

Новые законы, которые требуется разработать дополнительно:

1. Федеральный закон "О государственном долге".
2. Федеральный закон "О производных инструментах и срочном рынке".
3. Федеральный закон "Об инвестиционно-банковской деятельности".
4. Федеральный закон "О национализации".
5. Федеральный закон "О простых и двойных складских свидетельствах".

Сценарии развития фондового рынка

Опыт создания финансовых рынков в развивающихся странах, российская практика, относящаяся к новейшей истории, дают возможность прогнозировать - в зависимости от того, какую социально-экономическую и политическую модель из рассмотренных ниже, придет общество - следующие *сценарии развития финансового рынка* (включая рынок ценных бумаг).

Возврат к директивной экономике

Директивная экономика одновременно не может не быть *закрытой*, прежде всего в отношении денежных потоков и интеграции в международные рынки капиталов. Переход к директивной экономике будет *поэтапным* (практика конца 20-х г.г. свидетельствует об этом), под лозунгами «финансовой стабилизации», «концентрации денежных ресурсов», «преодоления спекуляции на финансовом рынке», «государственной помощи кризисным отраслям», «оптимизации движения денежных потоков» (с постепенным наращиванием «командных высот», принадлежащих государству).

Финансовый сектор при директивной экономике. Соответственно, усиление роли государства, связанное с масштабным восстановлением государственной собственности и централизованной системы принятия хозяйственных решений, приведет к неизбежному *восстановлению монобанковской системы* (если даже формально она будет двухуровневой), постепенному *огосударствлению* денежных ресурсов и финансово-кредитных отношений (от субсидированных кредитов и кредитов, которые начнет выдавать непосредственно центральный банк, к централизованному распределению банковских кредитов, появлению кредитного плана, плана движения финансовых ресурсов государства). Неизбежной станет всё более жесткая регламентация в этой области.

Быстро вырастет *роль бюджета* и, соответственно, доля финансовых ресурсов, перераспределяемая через бюджет. На *конвертируемость* национальной валюты будут введены *жесткие ограничения*, а затем она будет отменена. *Рынок ценных бумаг, валютный и срочный рынки* постепенно *прекратят* свое *существование.* Сначала сужение, а затем прекращение обращения векселей и других неэмиссионных ценных бумаг. Исчезнет почва для существования *брокерско-дилерских компаний* и других финансовых посредников, работающих на рынке ценных бумаг, валютном и срочном рынках, а также и *институциональных инвесторов* (пенсионных и инвестиционных фондов, частных страховых компаний). Будут сужены, а затем отменены рынки *страховых* и *пенсионных финансовых продуктов. Иностранные инвесторы* столкнутся с постоянно возрастающими *ограничениями* в своей деятельности (в т.ч. с попытками национализации неэффективно управляемых иностранцами компаниями, пересмотром итогов приватизации). Экономический рост будет возобновлен за счет административного перераспределения денежных средств в пользу государства, возобновления бюджетных инвестиций, плановой эмиссии и инфляции.

Переход к фундаменталистской экономике

Фундаменталистская экономика[16] (пример- Иран) характеризуется ориентацией на *особый национальный путь развития* и *отгороженность* от индустриальных стран, на *замкнутую* в религиозном и идеологическом отношении монокультурную *страну* . В свою очередь, это будет означать *закрытость экономики, рынок* при *сильной роли государства* как производителя и собственника, ограниченность доступа иностранного капитала, замедленные темпы модернизации, возникновение элементов централизованного планирования распределения продукции.

[16] Термин введен автором для целей настоящего исследования

Финансовый сектор в фундаменталистской экономике. В финансовой сфере будет *гипертрофирована роль бюджета и центрального банка*, масштабной станет практика дотационного кредитования и бюджетного финансирования приоритетных отраслей, субсидирования процентных ставок, централизованного планового распределения кредитных ресурсов. *Огосударствленность банков* (в т.ч. с точки зрения собственности на банки), растущая концентрация проблемных активов, инфляция, подавленное состояние рынка ценных бумаг, вытесненного банковским кредитом, отсутствие массовых розничных и институциональных инвесторов, неразвитость инфраструктуры и стены между внутренним и внешними финансовыми рынками - всё это означает *провинциализм фондового рынка*, его незначительность и высокие риски, сохранение низкого уровня развития финансово- банковской системы. Официально разрешенные *валютный и срочный рынки* не будут существовать (первый - в силу закрытости экономики, второй- в силу спекулятивного, по мнению властей, характера и отсутствию потребностей хозяйственного оборота в срочных операциях).

Например, в *Иране* после исламской революции конца 70-х г.г. и перехода к политике фундаментализма была существенно расширена государственная собственность на нефтедобывающие и другие крупные предприятия, были введены элементы прямого национального планирования, при сохранении частной собственности в сельском хозяйстве и на небольшие компании, работающие в сфере торговли и услуг.

В результате, в соответствии с оценкой, сделанной *Тегеранской фондовой биржей*[17], начался период, когда рынок акций находился «на мертвой точке», при этом рынок облигаций был ликвидирован по религиозным соображениям (в исламе процент запрещен.)

Либеральная экономика

Либеральная экономика характеризуется *ограничением государственного вмешательства в экономическую и социальную жизнь,* расширением сферы рыночных отношений, сужением доли государственной собственности, открытием рынков к конкуренции, снятием различного рода ограничений на фунционирование рынка (при создании сильного государственного надзора), ослаблением административного контроля над ценами, процентом, снятием таможенных барьеров, сужением сферы централизованного дотирования, субсидируемых кредитов и т.п. В отличие от реформ 90-х г.г. в России, создается *политикой экономического роста*, курсом на строительство *открытой рыночной, агрессивной, ориентированной на несырьевой экспорт индустриальной экономики*, обеспечивающей максимально высокий уровень жизни и образования граждан. В этом случае российская *финансово-банковская система* будет активно интегрироваться в международное сообщество. Дефицит денежных ресурсов будет покрыт за счет роста внутренней денежной базы и импорта капиталов. Рынок ценных бумаг станет массовым, ликвидным, его риски понизятся, начнется быстрый рост эмиссий в реальном секторе и повышение курсовой стоимости финансовых активов. Рынок ценных бумаг во всё большей мере начнет приобретать индустриальный и неспекулятивный характер.

Вместе с тем, как будет показано ниже, *либеральная экономика* сама по себе может существовать в *различных моделях* (англо-саксонской, германо-французской, японской, шведской и т.д.), которые имеют очень *существенные различия* в роли государства, структуре собственности в хозяйстве, в устройстве фондового рынка, в структуре финансирования реального сектора и т.д.

Модели либеральной рыночной экономики: как они определяют будущее фондового рынка

Вместе с тем международная практика дает возможность делать анализ не только в *одноцветных терминах* директивной, фундаменталистской и либеральных экономик. *Индустриальные рыночные экономики* сами *не являются однородными*, демонстрируя *различные модели.*

[17] Источник: Internet, сайт Тегеранской фондовой биржи (http://www.tse or.ir)

Выбор широк: *англо-американская модель* (протестантский капитализм), *«рейнский» капитализм* германского образца, *японская или шведская модели* и др. Главные различия между ними - в *традиционных ценностях населения* (см. *пункт 4.2.*), в структуре собственности, в степени открытости и, как следствие, в том как, через какие финансовые инструменты и финансовые институты получает денежные средства хозяйство.

Структура собственности. Чем более *дробной, розничной* является собственность, тем ближе мы к *англо-американскому капитализму*, к рисковому финансированию экономического роста через акции, к подавленной роли долговых обязательств, к крайней диверсификации финансовых инструментов и институтов, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка. И, наоборот, чем более *оптовой*, состоящей из крупных кусков и контрольных пакетов является в стране *структура акционерных капиталов*, тем большую роль, как собственники предприятий, играют банки, тем более «долговой характер» носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники.

Очевидно, что *англо-американская модель* финансирования хозяйства, основанная на раздробленных акционерных капиталах *(«shareholder capitalism»)*, массовости розничных инвесторов в акции и преобладании рынков акций над долговыми обязательствами в структуре финансирования во многом противоположна *долговым экономикам Японии, Франции и Германии*, основанным на так называемом *«stakeholder capitalism»* (*капитализме «держателей крупных пакетов акций»*) и рынках долговых обязательств.

Индустриальная рыночная экономика:
англо- саксонская модель

В *англо-саксонской модели* (т.н. «протестантский капитализм») существенно *выше* в структуре собственности *доля розничных инвесторов* и представляющих их институтов коллективного инвестирования; *ниже доля собственности государства* и крупных корпоративных структур или банков; существенно *меньшее значение* в составе акционерных капиталов имеют *контрольные пакеты.* Обеспечивается высокая степень дробности в собственности на акционерные капиталы. Важнейшим *стимулом* и источником доходов для акционеров и менеджмента является *повышение рыночной стоимости компаний*, выявляемое *на открытом рынке акций.* Англо-саксонская модель традиционно отличается большей *открытостью*, меньшим провинциализмом (меньше ограничений на трансграничное движение капиталов, конвертируемость валюты, свободнее доступ иностранных эмитентов, инвесторов и финансовых посредников). При этом на либерализованных рынках возникает *сильный государственный надзор*, обеспечивающий честное ведение бизнеса и снижение рисков.

Всё более высокой становится насыщенность хозяйственного оборота денежными ресурсами (*монетизация*). Возникает устойчивая тенденция к *диверсификации* структуры финансового рынка, росту его объемов, позитивной конъюнктуре цен, снижению рисков, возникновению новых сегментов и инновационных финансовых продуктов. Рынок ценных бумаг становится массовым, ликвидным, он во всё большей мере приобретает международный характер. *Фондовый рынок* становится *основным источником инвестиций в реальный сектор* (доля банковских кредитов в финансировании сокращается). *Наиболее крупным сегментом* рынка ценных бумаг становится *рынок акций*, долговые инструменты начинают носить подчиненный характер. Начинают быстро нарастать ресурсы институтов коллективного инвестирования; всё более крупными и устойчивыми становятся банки и другие финансовые институты; *доля* коммерческих и сберегательных *банков* и традиционных банковских продуктов в финансовых активах, в структуре финансирования хозяйства *быстро снижается.* Финансирование венчурных проектов - новых компаний, несущих на себе высокие уровни риска - в значительной мере осуществляется через рынок акций.

Индустриальная рыночная экономика:
германская модель

Часто говорят о *«рейнском капитализме», «континентальной модели», «капитализме владельцев крупных долей в капиталах»*, противостоящем англо-саксонскому «капитализму акционеров» («stakeholder capitalism» против «shareholder capitalism»), что выводит результаты исследования за пределы Германии.

В германской модели существенно *ниже* в структуре собственности *доля розничных инвесторов* и представляющих их *институтов коллективного инвестирования*; *выше доля* собственности *государства* и *крупных корпоративных структур*; существенно большее значение в составе акционерных капиталов имеют *контрольные пакеты* и *вертикальные участия*. Соответственно, важнейшую роль начинают играть *банки* как *крупные инвесторы в акционерные капиталы* хозяйства. Повышение рыночной стоимости компании на открытом рынке не является важнейшей целью менеджмента, *большее внимание* отдается *росту объемов, производительности, качеству продукции.*

Несмотря на то, что все атрибуты рыночной экономики налицо, *степень централизации* в принятии решений, роль в этом государства и немногих крупнейших собственников, масштабы административного вмешательства и размеры государственной собственности *выше*, чем в англо-саксонской модели.

Характер инновационной деятельности в большой степени не предполагает венчурного финансирования за счет выпуска акций, она осуществляется под знаком того, чтобы «создавать улучшения существующих продуктов на существующих фирмах и в существующих отраслях экономики, нежели чем создавать новые отрасли».[18]

В *финансовом секторе* германская модель означает следующее (часто говорят еще о «континентальном банковском деле» или об «*универсальном банковском деле*»). Традиционно делается *больший акцент* на денежные ресурсы, находящиеся внутри страны, и *внутренний финансовый рынок. Высока роль банков* как акционеров промышленных и других нефинансовых компаний, при этом значимая часть предприятий подконтрольна банкам или их группам. Так, например, исследования, проведенные в 1988 г. по 100 крупнейшим германским фирмам, показали, что банки, используя механизм передачи им голосов по доверенности, представляли 83% голосов, присутствовавших на собрании, при этом 3 крупнейших германских банка- Дойчебанк, Дрезднербанк и Коммерцбанк- имели 45% всех голосов. [19]

Финансовый рынок носит преимущественно *долговой характер* (банковский кредит, облигации) при том, что рынок акций имеет подчиненное значение. Инновационная функция финансового рынка - финансирование венчурных проектов - осуществляется, в основном, не через акции, а через долговые инструменты. *Банки* являются *универсальными*, действуя как на рынке традиционных банковских продуктов (кредиты, депозиты, расчеты), так и в качестве *профессиональных участников на рынке ценных бумаг* (создавая при этом часто специализированные филиалы и дочерние компании по операциям с ценными бумагами, прежде всего на центральных рынках Франкфурта и Лондона). *Институты коллективного инвестирования* (представляющие, в конечном счете, розничных инвесторов) играют относительно *меньшую роль*, чем в англо-саксонской модели. *Структура финансовых продуктов проще*, чем в англо-саксонской модели, *финансовые рынки менее диверсифицированы* и носят менее инновационный характер.

Индустриальная рыночная экономика:
японская модель

В *японской модели* подчеркивают прежде всего сходство с германской экономикой, с тем, что она также представляет собой *«капитализм владельцев крупных долей в капиталах»*.

Признанные в международной практике *особенности японской модели* (рассматриваются только те из них, которые важны для анализа):

а) *преобладание* над вертикальными - *горизонтальных, перекрестных участий в акционерных капиталах* между крупными компаниями; формирование на этой основе, а также с использованием вертикальных участий *финансово-промышленных конгломератов* («keiretsu»); менее агрессивное взаимное поведение компаний («закрытый клуб»)

---

[18] Streeck W., Yamamura K.. Germany and Japan: The Future of Nationally Embedded Capitalism in a Global Economy.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- p. 11

[19] Jackson G. Corporate Governance in Germany and Japan: Development within National and International Contexts.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- p. 21

б) вместе с тем, в отличие от Германии, контрольные пакеты встречаются редко, обычно компанию контролирует *группа акционеров с крупными долями* в 10-40%;

в) предпочтение *интересов работников* - интересам акционеров (в отличие от англо-саксонской модели); *низкая доля прибыли, идущая на выплату дивидендов*; повышенная *социальная нагрузка* на компанию в отличие от англо-саксонской модели (поддержание занятости и оплаты труда является более важным приоритетом в сравнении с прибылями акционеров); *меньшая ориентация на прибыльность*, на *рост курсов* акций как подтверждение рынком дееспособности компании

г) *система «основных банков»,* осуществляющих корпоративное финансирование (прежде всего кредитование) конгломератов, но не являющихся при этом контролирующими акционерами (хотя их доля в акционерных капиталах конгломерата может быть самой крупной); *незначительная доля банков в собственности* на акционерные капиталы (остаточное явление, связанное с принудительным введением после войны американской модели рынка ценных бумаг и, соответственно, на активы и операции банков, связанные с корпоративным сектором); глубокая вовлеченность банков в обслуживание и риски конгломератов, основанная не только на коммерческих критериях

д) достаточно *высокая* (в отличие от Германии) *доля акций*, находящихся в *собственности населения* (остаточное явление, связанное с послевоенной реорганизацией крупнейших японских компаний и их объединений, которая была проведена американской администрацией; при этом акции были распределены среди примерно 70 млн. японцев);

е) активная *политика экономического роста*, которая проводилась государством до начала 90-х г.г., *повышенный уровень вмешательства государства в экономику* (стимулирование роста сбережений, субсидии конкретным отраслям, льготное кредитование крупнейших компаний, работающих в области новых технологий, защита внутреннего рынка на основе замедленной либерализации импорта промышленных товаров и капиталов, обширные административные полномочия министерств, используемые в целях содействия роста и т.д.)[20]

В *финансовом секторе* особенности японской модели приводят к следующему: *финансовый рынок* имеет преимущественно *долговой характер* (при подчиненном значении рынка акций). Вместе с тем, более раздробленный характер собственности на акционерные капиталы (более крупная доля населения, меньшая роль контрольных пакетов акций, перекрестное владение акциями со стороны юридических лиц в средних по размеру пакетах в 10-30% (компанию контролирует группа акционеров)- все эти факторы создают большую, чем в Германии, мобильность акций и, следовательно, *более объемный и диверсифицированный, чем в Германии, рынок акций.*

Банки играют меньшую роль как собственники промышленных компаний, при этом субсидирование государством кредитной сферы, глубокие связи банков с промышленными конгломератами, основанные не только на коммерческих критериях, ведут к нарастанию проблемных активов и банковским кризисам (что показали 90-е годы). *Институты коллективного инвестирования* развиты намного *слабее*, чем при англо-саксонской модели.

Развитие индустриальной рыночной экономики:
смешанные модели

В реальной жизни, особенно в рамках интернационализации хозяйственной жизни, непрерывно происходит *сближение* рассмотренных *моделей индустриальной рыночной экономики* и, соответственно, становится всё существеннее *схожесть* или даже *совпадение организации финансовых рынков*. Так, и *США*, и *Германия* показывают примеры *конвергенции* двух систем финансирования хозяйства: германской (преобладание долгового финансирования, низкая роль акций и их крупные пакеты в акционерных капиталах, универсальные банки) и американской (преобладание акций в источниках финансирования, раздробленные акционерные

[20] **W. Streeck, Yamamura K. Germany and Japan: The Future of Nationally Embedded Capitalism in a Global Economy.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- p. 4-5**

капиталы, массовый рынок акций, отделение коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг).

С начала 90-х г.г. в *Германии* придают огромное значение расширению рынка акций и прежде всего его международной компоненты, финансированию через него венчурных компаний, усилению надзора за банками- профессиональными участниками рынка, преодолению конфликтов интересов и понижению рисков, возникающих на рынке ценных бумаг, и защите прав инвесторов. Осуществлена *адаптация германского законодательства* в области ценных бумаг к *директивам ЕС*, которые, в свою очередь, максимально учитывают опыт США в раскрытии информации, обеспечении честных торговых практик, предотвращении манипулирования и инсайдерской торговли. Постоянно *растет* и является самой высокой в мире *доля иностранных эмитентов* на *Франкфуртской фондовой бирже* (в 1998 г. 79% численности компаний, прошедших листинг)[21], с 1992 г. *осуществляется концепция создания во Франкфурте нового мирового финансового центра* (Finanzeplatz Deutschland) (в контексте конкуренции с Лондоном и Парижем) и *политика слияний и объединений* с другими иностранными центрами торговли финансовыми активами (проекты EUREX, Паневропейской биржи). При этом возникает тенденция к *диверсификации* профессиональных участников финансового рынка и финансовых инструментов. С конца 90-х г.г. начинается массовый *переход крупных германских компаний на именные акции* вместо предъявительских с тем, чтобы иметь возможность взять капиталы на самых крупных рынках капиталов в США, соответствовать привычным требованиям американских инвесторов к акциям. Осуществляется проект *создания так называемых новых рынков*,[22] через которые молодые компании роста могли бы привлекать средства для своего развития у международных инвесторов (обязательное ведение отчетности по международным стандартам, на английском языке) и т.д.

С другой стороны, в *США* во всё большей мере с конца 70-х г.г. *коммерческие банки осуществляют операции на рынке корпоративных ценных бумаг* и возникает тенденция к созданию *финансовых холдингов*, в которых дочерними компаниями банков станут фирмы, торгующие ценными бумагами (так называемые «корпорации с полным набором финансовых услуг») и, наоборот, будет создан новый тип банков (так называемых «оптовых банков»), контролирующими собственниками которых станут брокерско- дилерские фирмы. Соответствующее законодательство, разрешающее финансовые холдинги, принято в США в ноябре 1999 г.[23]

Эта тенденция *конвергенции* является международной. Например, во *Франции* еще в 1984 г. было восстановлено универсальное банковское дело (после того, как в 1945 г. инвестиционные и коммерческие банки были разделены). В *Японии* с 1993 г. коммерческие банки получили законодательное разрешение на создание дочерних компаний - профессиональных участников рынка ценных бумаг, с 1996 г. готовится переход к еще более широкому участию банков в рынке ценных бумаг, всё более диверсифицированной становится структура собственности, открытыми финансовые рынки и, соответственно, менее жесткой очерченность конгломератов. В рамках финансовой реформы в *Южной Корее* делается попытка перейти к универсальному банковскому делу. Могут быть приведены и многие другие примеры.

По оценке, из *более чем 30* наиболее *развитых страновых рынков* ценных бумаг примерно *40-45%*- рынки с «китайской стеной» между коммерческим и инвестиционным банковским делом (англо-саксонская модель), *40-45%*- смешанные рынки и *10-15%*- носят чисто банковский характер (германская модель).[24]

Так через финансовые рынки и формы их организации проявляются различия и тенденция к конвергенции различных моделей индустриальной рыночной экономики.

---

[21] International Federation of Stock Exchanges Annual Report 1998.- Paris: FIBV.-1999.- p.68

[22] Neuer Markt (Германия, 1997 г.) в рамках Euro.NM - сеть европейских рынков роста (1996 г.), в т.ч. Neuveau Marche – Франция (1996 г), EURO.NM Belgium – Бельгия (1997 г.), NMax- Нидерланды (1997 г.), Nuovo Mercato – Италия (1999 г.) при конкуренции с AIM (Alternative Investment Market)- Великобритания (1995 г.), EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation System (1996 г.) и рынками акций "малой капитализации" (small caps) в США

[23] Gramm- Leach-Bliley Act of 1999 (подписан Президентом США и введен в действие в ноябре 1999 г.)

[24] Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок.- М.: Перспектива, 1995.- с. 399

Смешанные экономики переходных и развивающихся стран: модели фондовых рынков

Статистика структуры собственности крайне ограниченна. Вместе с тем А.Шляйфер и Р.Вишны[25] отмечают, что «в большинстве других стран мира, включая преобладающую часть европейских стран ... так же как в Латинской Америке, Восточной Азии и Африке, корпорации в типичном случае имеют контролирующих собственников, которые часто являются основателями корпораций или их потомством», или - в немногих случаях - внешними инвесторами и банками. В большей части континентальной Европы акцент делается на крупных инвесторов и банки. В Италии крупные компании без государственного участия чаще всего контролируются семьями». «...Крайне концентрированные участия в акционерных капиталах и доминирование контролирующих собственников являются, как это кажется, правилом для всего мира». *Типичным* для *формирующихся рынков* является то, что «значительная часть акций держится семьями - контролирующими акционерами и их ассоциированными лицами».[26] Подтверждается этот анализ и данными, приведенными Б.Б.Рубцовым.[27]

Соответственно, большинство финансовых рынков мира, в отличие от англо-саксонской модели, должно носить долговой характер. И, действительно, из *65* рассмотренных нами *стран* (включая индустриальные) в *49 странах* (75%) внутренний кредит больше капитализации рынка акций (*приложение 1*).[28] Примерно на 45-50% биржевых фондовых рынков (оценка по 44 странам) объем облигаций превышает размеры рынка акций (*приложение 2*).[29]

Переходные экономики. В исследовании, проведенном в США в 1995-97 г.г.,[30] делается вывод о том, что собственность имеет тенденцию быть экстремально концентрированной в переходных экономиках (на примере Венгрии, Польши, Чехии). Из обследованных 95

---

[25] **Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance.- US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Papers Series.- 1996.- p.p. 27-28, 49-51**

[26] **The LGT Guide to World Equity Markets 1997. – L.: Euromoney Publications PLC. - 1997.- 550 p.**

[27] В неопубликованной рукописи книги «Мировые фондовые рынки современное состояние и закономерности развития» (Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000, с 55) Б Б Рубцов отмечает следующее (ссылаясь на работы. La Porta R., Lopes de Silanes F , Shleifer A. Corporate Ownership around the World. .- US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Paper 6625 Cambridge, Mas. - June 1998; Shleifer A , Vishny R A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance, 1997.- Vol. 52.)

«Американские экономисты La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A , Vishny R. в ряде работ подвели своеобразный итог многочисленным исследованиям последних лет в этой области ...Исследовав структуру собственности 540 крупнейших акционерных компаний 27 наиболее развитых стран мира (по 20 компаний из каждой) и опираясь на достаточно жесткий критерий контроля как обладания не менее чем 20% голосующих акций компании (напрямую или через другие компании), авторы пришли к выводу, что в 36% из них собственность распылена (widely-held), т е доминирующий собственник отсутствует, в 30% контроль принадлежит семье, в 18% контроль принадлежит государству и в остальных случаях контроль принадлежит корпоративным собственникам

В то же время правда и то, что все 20 крупнейших компаний в Англии, 18 из 20 в Японии и 16 из 20 в США являются widely-held, в то время как таковых компаний просто не оказалось в Бельгии, Греции, Португалии, Австрии, Аргентине и Израиле

При понижении планки критерия контроля до 10% "рассеянный" контроль наблюдался у 24% компаний, семейный в 35% случаев, государственный – в 20% При этом в Англии 90% компаний являются widely-held, в США 80%, в Японии 50%.

Для средних по размеру фирм доля компаний, контролируемых семьями, составляет 45% (при критерии контроля в 20%), но в Англии и США преобладает "рассеянная собственность".

[20] Анализ проведен на основании данных IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1997), International Financial Statistics по следующим странам. Австралия, Австрия, Бангладеш, Бельгия, Боливия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Гватемала, Гонконг, Греция, Дания, Египет, Зимбабве, Израиль, Индия, Индонезия, Иордания, Испания, Италия, Канада, Кения, Китай, Колумбия, Корея, Коста-Рика, Кот'д- Ивуар, Латвия, Литва, Люксембург, Маврикий, Малайзия, Марокко, Мексика, Монголия, Намибия, Непал, Нигерия, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Пакистан, Панама, Парагвай, Перу, Польша, Португалия, Румыния, Сальвадор, Сингапур, Словакия, Словения, Таиланд, Тринидад и Тобаго, Турция, Филиппины, Финляндия, Чехия, Чили, Швеция, Швейцария, Шри Ланка, Эквадор, Южная Африка

[29] Данные - International Federation of Stock Exchanges Annual Reports (1995-1998), .IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1997). В качестве основного показателя использовалось отношение облигаций непогашенных, выпущенных внутренними эмитентами, к капитализации рынка акций. По рынкам, статистика которых, ведущаяся Международной федерацией фондовых бирж, не позволяет вычислить данного показателя, использовалось отношение оборотов по облигациям внутренних эмитентов к обороту по акциям внутренних эмитентов. Расчеты проведены по следующим странам· Австралия, Австрия, Бельгия, Венесуэла, Венгрия, Гана, Греция, Дания, Египет, Замбия, Израиль, Индонезия, Иордания, Испания, Италия, Канада, Кения, Колумбия, Корея, Коста-Рика, Латвия, Литва, Люксембург, Маврикий, Малайзия, Мексика, Намибия, Нидерланды, Норвегия, Панама, Парагвай, Перу, Польша, Португалия, Словакия, Словения, Турция, Финляндия, Чехия, Чили, Швейцария, Швеция, Эквадор, Южная Африка

[30] Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. Private Ownership and Corporate Performance: some Lessons from Transition Economies. - N.Y.: New York University.- NYU Working Paper 9827.- 1997.- 56 p.

компаний в этих странах - подавляющее большинство имели контролирующих акционеров, прежде всего юридических лиц (*таблица1*).

Таблица 1*

	Всего компаний, в %	В т. ч. имеют основных акционеров (в % от числа компаний)						
		Иностр. лица	Инвестиц ион. фонды	Нефинансов.компании	Государство	Менедж-мент	Население	Персонал
Чехия	100	18.6	39.5	11.6	14.0	9.3	7.0	-
Венгрия	100	39.1	-	4.4	15.2	10.9	4.4	21.7
Польша	100	16.7	-	33.4	16.7	16.7	-	-
Средняя доля основного акционера в капитале, в %								
Чехия	X	60	20	73	36	88	60	-
Венгрия	X	84	-	77	49	67	52	80
Польша	X	60	-	60	60	-	60	-

***R. Frydman, C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski. Private Ownership and Corporate Performance: some Lessons from Transition Economies. - New York University.- NYU Working Paper 9827.- 1997**

Соответственно, ограниченными и замедленными в своем развитии являются и рынки ценных бумаг, прежде всего акций. И в Чехии, и в Польше рынки долговых обязательств превосходят рынки акций, структура собственности препятствует формированию массового и розничного рынка ценных бумаг.

Схожие тенденции* по концентрации собственности на акционерные капиталы, на создание их «кусковой» структуры, препятствующей формированию массового и ликвидного рынка акций, характерны и для *стран- членов СНГ.

Из данных Мирового банка, очевидно (*таблица 2*), что в этих странах в 1995-97 г.г. повышалась доля менеджеров как контролирующих собственников при снижении участия персонала в акционерной собственности на предприятия, доля розничных инвесторов крайне мала (хотя и несколько увеличилась в 1995-97 г.г.), присутствуют крупные корпоративные участия, по ряду стран их значимость (особенно иностранных инвесторов) нарастает.

*Таблица 2**

	Доли в акционерных капиталах, в %											
	Менеджеры		Персонал		Государство		Внешние отечеств. Инвесторы		Внешние иностранные инвесторы		Розничные инвесторы	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Грузия	41.5	53.6	9.4	10.4	41.0	23.3	4.9	8.0	1.0	2.2	2.0	2.2
Казахстан	23.1	29.4	10.7	8.2	34.8	16.1	23.6	30.2	4.4	6.8	3.4	9.3
Киргизия	28.1	34.4	38.3	36.4	12.4	5.6	16.8	18.9	2.2	2.3	2.2	2.4
Молдавия	7.2	18.3	21.6	19.7	38.6	23.8	24.7	22.6	0.3	2.1	7.6	13.5
Украина	14.6	46.2	23.6	15.3	42.6	15.4	18.9	17.7	0.3	0.9	0.2	4.5

Следствие – смешанная модель рынка ценных бумаг. Оптовая структура собственности, с преобладанием контролирующих акционеров, преимущественно долговая система финансирования, неразвитость финансового сектора, основанного в недалеком прошлом только на банках, - все эти факторы ведут к тому, что на *формирующихся рынках* (emerging markets) – банки должны иметь сильное влияние на рынки корпоративных ценных бумаг, составлять их основу либо непосредственно, либо через дочерние компании.

Действительно, анализ *более 50 формирующихся рынков* (см. *приложение 3*) показал, что *смешанные рынки*, на которых обороты банков могут доходить до 75% их объемов, составляют 50-51% от общего их числа, *брокерские рынки*, на которых значительную долю занимают *дочерние компании иностранных банков* – 20 – 22%, *брокерские рынки*, на которых превалируют, по оценке, *местные брокерские компании* – 27 –30%.[31]

При этом в *большей части переходных экономик Европы* (13 стран - см. *приложение 3*) созданы рынки ценных бумаг по *континентальной модели*- с доминированием или очень крупным участием банков, с их крупными долями в акционерных капиталах

«За» и «против» разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела

В течение 90-х г.г. в России не прекращались дискуссии о выборе модели рынка ценных бумаг, при этом *Банком России* проводилась линия на создание германо - японской или смешанной модели рынка ценных бумаг, поддержку универсального банковского дела, а *ФКЦБ России* – американской модели, на отделение коммерческих банков от инвестиционных банков,[32] от собственности в акционерных капиталах хозяйства и операций с корпоративными ценными бумагами.

Исторический аргумент

Нельзя отрицать исторических традиций в экономической практике. Если их нужно ломать, то делать это крайне осторожно, обоснованно, медленно подвигаясь в сторону нужного результата (как это делают сейчас в Германии, стимулируя развитие рынков акций, и как это делают в США, постепенно ломая перегородки между коммерческим и инвестиционным банковским делом). В 90-х г.г. российский фондовый рынок удивительным образом повторил основные черты дореволюционного рынка ценных бумаг: а)преобладание банков, б) долговой характер и незначительная роль акций, в)сильное влияние государства и слишком значительная доля государственных ценных бумаг, г)схожесть с германской моделью фондового рынка. «Исторически наши фондовые биржи являются органами банков... Самостоятельные русские эмиссии мыслимы только при непосредственном участии банков».

Если революционно (а не постепенно, как это делают в германоязычных странах) отказываться от этой традиции (на которую настроено и российское гражданское законодательство), то для этого нужны действительно развернутые исследования и весомые аргументы.

Практика США

Известно, что в 90-е годы ФКЦБ последовательно пыталась воспроизвести в России американскую модель рынка ценных бумаг, с ее разделением по акту Гласса- Стигала коммерческого и инвестиционного банковского дела.

Вместе с тем, в США это разделение постепенно перестает существовать. С конца 70-х г.г. коммерческие банки возвращаются на рынок корпоративных ценных бумаг, брокерских и дилерских операций, услуг по инвестиционному консультированию. В частности, им разрешено напрямую или через дочерние компании осуществлять брокерские услуги, инвестиционное консультирование, андеррайтинг и дилинг с ипотечными и муниципальными облигациями, долями трастов, коммерческими бумагами и другими финансовыми контрактами, андеррайтинг и дилинг с корпоративными долговыми бумагами и акциями (через дочерние компании, в

[31] К сожалению, нет данных для того, чтобы оценить степень зависимости брокеров от местных коммерческих банков, долю дочерних брокерских компаний среди них

[32] И в практике США, и на международных рынках инвестиционный банк (investment bank) - брокерско- дилерская фирма, которая, в числе прочих услуг, занимается корпоративными ценными бумагами, прежде всего организацией их первичного размещения на рынке ценных бумаг и торговлей за собственный и клиентский счет. Когда говорят о разделении коммерческого и инвестиционного банковского дела, имеют в виду прежде всего отчуждение коммерческих банков от брокерских, дилерских и андеррайтинговых операций с корпоративными ценными бумагами В России часто отождествляют инвестиционные банки с так называемыми банками развития (development banks). Поэтому тезис о формировании инвестиционных банков может быть политически понят, как призыв к созданию специализированных банков, которые будут накапливать долгосрочные финансовые ресурсы и вкладывать их на длительной основе в производство На самом деле речь идет просто о брокерско- дилерской компании, подмене правового термина (брокер-дилер) экономическим (инвестиционный банк)

строго ограниченных случаях), консультировать поглощения и разделения компаний, частные размещения ценных бумаг.

В конце 1999 г. - в соответствии с Gramm- Leach-Bliley Act of 1999 (подписан Президентом США и введен в действие в ноябре 1999 г.) – в США произошли масштабные изменения, «финансовая модернизация», означающая разрушение стены между коммерческим и инвестиционным банковским делом, возрождение концепции универсального банка в США. В частности, предусмотрено формирование финансовых холдингов, в которых дочерними компаниями банков станут фирмы, торгующие ценными бумагами (так называемые «корпорации с полным набором финансовых услуг») и, наоборот, будет создан новый тип банков (так называемых «оптовых банков»), контролирующими собственниками которых станут брокерско- дилерские фирмы. В рамках финансовых холдингов (с доминированием банков) будут возможны инвестиции в акции и корпоративные долговые ценные бумаги.

Препятствует ли Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США этим изменениям? Нет, она поддерживает их.

«Объявленное слияние Travelers и Citicorp- которое должно создать наиболее крупный в мире концерн финансовых услуг и наиболее диверсифицированный в Америке (со времен Великой Депрессии) портфель финансовых услуг под одной крышей - показало, насколько архаичным стал акт Гласса- Стигала».[33] Основная цель действий Комиссии - не сохранение разделенными инвестиционных и коммерческих банков, а обеспечение брокерским фирмам равных - с коммерческими банками- конкурентных условий на рынке, распространение на банки регулирования, обеспечивающего должную защиту инвесторов и поддержание эффективного рынка ценных бумаг.

Практика Германии

В последнее десятилетие в рамках объявленной концепции Германии, как *мирового финансового центра*, в этой стране происходит подлинная *финансовая революция*. *Во-первых*, резко усиливается роль рынков акций и всё более дробной становится структура акционерных капиталов, прежде всего средних и малых компаний. *Во-вторых*, в Германии резко увеличивается международный сегмент фондового рынка, он становится всё более открытым, публичным, инновационным. *В- третьих*, на универсальные банки и германских эмитентов накладывается регулятивная инфраструктура, свойственная публичному рынку акций (раскрытие информации, регулирование конфликтов интересов, возникающих в торговых практиках и при продаже ценных бумаг, надзор за фондовым рынком, осуществляемый независимым государственным регулятором, и др.). *В-четвертых*, всё большее значение играют небанковские брокерские компании и инвестиционные консультанты, выполняющие роль инновационных, более рискованных игроков на рынке. *В- пятых*, структура предлагаемых на рынке финансовых продуктов во всё большей мере учитывает спрос международных инвесторов (переход- вместо именных – на предъявительские акции, повышение роли акций, быстрое развитие срочных инструментов и т.д.). *В-шестых*, коммерческие банки создают финансовые холдинги, переводя части бизнеса по ценным бумагам в дочерние компании (например, находящиеся в Лондоне и других столицах и финансовых центрах мира).[34]

Международная практика

Как указывалось выше (*пункт 4.3.*), по оценке, из более чем 30 наиболее развитых страновых рынков ценных бумаг примерно 40-45%- рынки с «китайской стеной» между

---

[33] **Testimony of Arthur Levitt, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission, Concerning H.R. 10, the "Financial Services Act of 1998", Before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, June 25, 1998**

[34] **Примеры по Deutsche Bank (дочерние компании – операторы на рынке ценных бумаг, управляющие инвестиционными фондами) – Deutsche Bank Alex Brown, Deutsche Bank Securities Inc., Deutsche Bank Investment Management Inc., Deutsche Fund Management (США), Deutsche Securities Sociedad de Bolsa S.A. (Аргентина), Deutsche Holdings Australia Limited (Австралия), Deutsche Bank S.A. – Bancj Alemao (DB S.A.), Deutsche Bank Securities Limited (Канада), Deutsche Morgan Grenfell (Великобритания, с дочерними компаниями в Канаде, Ирландии, Японии, Корее, Испании, в США, во Франции, на Тайване и др. странах), Deutsche Securities Limited (Гонконг с филиалом в Токио), DB Investment Management (Люксембург), Deutsche Bank de Investimento, S.A. (Португалия), Deutsche Capital Singapore Limited, DB Funds Management Limited (Сингапур), DB International Portfolio Management, S.A. (Испания), DBMG Fiduciary Services Ltd., DWS Investment (Schweiz) AG (Швейцария) и др. Данные опубликованы на сервере «Дойчебанка» в Интернет http://www.db.com**

коммерческим и инвестиционным банковским делом, 40-45%- смешанные рынки и 10-15%- носят чисто банковский характер. Из *более 50 формирующихся рынков* (см. *пункт 4.3*) *смешанные рынки*, на которых обороты банков могут доходить до 75% их объемов, составляют 50-51% от общего их числа, *брокерские рынки*, на которых значительную долю занимают *дочерние компании иностранных банков* – 20 – 22%, *брокерские рынки*, на которых превалируют, по оценке, *местные брокерские компании* – 27 –30%.

И США, и Германия показывают примеры *конвергенции двух моделей организации рынка ценных бумаг* и *систем финансирования* хозяйства, эта тенденция конвергенции является международной (см. анализ в *пункте 4.3*).

Аргументация - за и против универсальных банков

Спорные основания акта Гласса- Стигала. Например, в публикации JPMorgan (http://what.inet.jpmorgan.com/, 13.02.99) доказывается, что банкротства банков, являвшиеся непосредственным поводом в 30-е годы для разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела, не имели ничего общего с их операциями на рынке ценных бумаг. В статье Лоретты Местер[35] на примере группы исследований показано, что в 20-х г.г. корпоративные эмиссии, андеррайтерами которых были банки, демонстрировали лучшее инвестиционное качество (меньшие кредитные риски), чем эмиссии, организованные брокерско- дилерскими компаниями. В исследовании Ш. Каломириса, посвященном финансовой истории,[36] доказывается, что модель универсального банка более приемлема для развивающихся экономик, что финансовые издержки на индустриализацию (1870- 1913) в Германии были ниже, чем в США (именно в связи с тем, что в Германии была принята модель универсальных банков).

Экономические аргументы «за» и «против». К обычным аргументам «за» относят опыт устойчивого развития финансово- банковского сектора Германии (при полном выполнении им задач по финансированию инвестиций), снижение рисков за счет диверсификации услуг, синергии коммерческого и инвестиционного банковского дела, более крупных капиталов банков, комплексность обслуживания клиентов, создание равных конкурентных условий на финансовом рынке, экономия издержек и т.д.

Аргументы «против» сводятся к различиям природы инвестиционного и коммерческого банковского дела, излишней концентрации власти у банков, непреодолимости возникающих конфликтов интересов, росту рисков в банковской системе, в которой особенно важны критерии устойчивости и благоразумного ведения финансовых операций, невозможности должной защиты инвесторов и др.

Во всяком случае, даже простое перечисление аргументов дает представление о том, что выбор модели рынка ценных бумаг и банковского дела в стране не может быть совершен сплеча, что ему должны предшествовать не только длительные дискуссии, но и тщательное изучение экономических последствий того или иного решения, что должны быть созданы рабочие группы, собраны мнения и аргументы для того, чтобы вынести взвешенное мнение, соблюсти баланс интересов, по выражению упомянутого выше А. Левита, Председателя Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США.

Экономические последствия отделения в России банков от рынка ценных бумаг

Что произойдет, если завтра разделить в России коммерческое и инвестиционное банковское дело? Способны ли брокерско- дилерские компании, во-первых, обеспечить без банков ликвидность рынка ценных бумаг, и, во-вторых, выполнить свое основное предназначение- привлечение инвестиций в хозяйство (организация и андеррайтинг крупных корпоративных эмиссий, портфельные инвестиции в предприятия, их брокерско- дилерское сопровождение)?

---

[35] Mester Loretta J. Repealing Glass – Steagal: the Past Points the Way to the Future // Federal Reserve Bank o Filadelphia Business Review. – 1996. – July / August. – P. 3-20

[36] Calomiris Charles W. Universal Banking and the Financing of Industrial Development / Policy Research Department, Financial Sector Development Department of the World Bank. - Wash.: The World Bank Policy Research Papers.- November 1995.- № 1533.- 20 p.

Эта тема нуждается в специальных исследованиях; оценки, которые будут приведены ниже, являются лишь начальными.

Если банки уйдут с фондового рынка, какая доля рынка исчезнет?

И *Московская межбанковская валютная биржа*, и *Российская торговая система* являются *смешанными рынками*, на которых работают и *банки*, и *брокерско - дилерские компании*, часть из которых являются дочерними компаниями банков, при этом доля банков среди участников колеблется от примерно 70% (ММВБ) до примерно 35% (РТС).

	Доля банков в общем количестве участников	Доля брокерских компаний в общем количестве участников
ММВБ	69.6	30.4
РТС	35.4	64.6

*Расчет на основе данных ММВБ, РТС (ноябрь 1999 г.)

В 1998 г. на коммерческие банки приходились 31% от общего объема сделок с акциями, заключенных за год в Российской торговой системе-1, в 1999 г. – 21.3%[37] (в 1999 г. произошел отток участников на ММВБ). На ММВБ (обороты торгов по акциям на которой в 1999 г. был на 37.6% выше, чем в РТС), по оценке, операции банков занимают не менее 50% объемов торгов.

Таким образом, доля банков на рынке акций колеблется примерно от 30 до 40%. Нетрудно догадаться, что произойдет с рынком акций (который и так еле дышит), с его ликвидностью, если изъять 30 - 40% его мощностей. Если же быть последовательным в разделении коммерческого и инвестиционного банковского дела и запретить дочерние брокерские компании банков и их операции с акциями и корпоративными облигациями (повторение акта Гласса- Стигала в России в том виде, какой он имел до финансовой модернизации, проведенной в США в ноябре 1999 г.), то речь пойдет о разрушении более чем 60 - 65% потенциала рынка.

Являются ли брокерско-дилерские компании настолько финансово сильными, чтобы осуществлять корпоративное финансирование? В 90-х г.г. рынок акций был исключительно спекулятивным. Ему еще только предстоит выполнить свое инвестиционное предназначение в России. Корпоративное финансирование под инвестиционные проекты под силу только тем финансовым институтам, которые имеют достаточные капиталы, накопленную прибыль, легкий доступ к финансовым ресурсам.

Сравнительная характеристика банков и брокерско- дилерских компаний по размерам собственных капиталов приведена в *таблице4*.

*Таблица 4**

Собственный капитал финансовых институтов							
	< 0,2 млн. дол.	0,2< - <0,5 млн. дол.	0,5< - <1,0 млн. дол.	1,0< - <5,0 млн. дол.	5,0< - <15,0 млн. дол.	15,0< - <30,0 млн. дол.	> 30,0 млн. дол.
Брокерские компании, доля в общей численности, в %	30,3	31,2	20,2	13,3	3,2	1,4	0,4
Банки, доля в общей	-	3,6	9,0	35,1	24,3	3,6	24,4

[37] Расчеты проведены по данным РТС (брокерские компании, в т.ч. крупнейшие, являющиеся дочерними по отношению к банкам, в расчет не включены)

численности, в %							

*Рассчитано по данные Российской торговой системы за 3 кв. 1998 г. по более 300 членам РТС

Таблица 4 хорошо показывает, что несмотря на масштабы бедствия, поразившего банковскую систему, банки, тем не менее, являются более устойчивыми (по критерию капитала) институтами, способными обеспечить на порядок более крупное финансирование, чем брокерские компании (как правило, небольшие, принимающие высокие риски фирмы, в значительной мере убыточные, обслуживающие большей частью спекулятивных иностранных инвесторов, в массе своей пока не способные обеспечить доступ предприятий к значительным долгосрочным денежным средствам).

Отсюда вопрос: как брокерские компании, более 80% которых имели до кризиса капиталы до 1 млн. долл. США (и более 60% - до 0,5 млн. долл. США) могут - после будущего разделения банков, по инициативе ФКЦБ, на инвестиционные и расчетные, после обесценения капиталов в кризисе - профинансировать инвестиции в такой капиталоемкой модернизации, которая предстоит России, как они могут создать массовый и ликвидный рынок корпоративных ценных бумаг? Этого не знает и, мы уверены, не узнает никто.

Этого не могут и российские банки в своем сегодняшнем состоянии. Тем тяжелее удар, который может быть нанесен инвестициям и будущему росту экономики самой попыткой отлучения крупнейших в России финансовых институтов (коммерческих банков) от прямой работы в любой роли- инвестора, посредника, консультанта, кредитора, андеррайтера- для сбора и перераспределения денежных средств на рынке ценных бумаг для инвестиций в производство.

Модель российского рынка ценных бумаг: варианты и неизбежности выбора

Анализ, проведенный выше, дает возможность определиться с теми фундаментальными составляющими российского рынка ценных бумаг, которые по сути *не оставляют поля для дискуссий* в решении о том, *какой будет складываться модель российского рынка ценных бумаг* в кратко- и среднесрочной перспективе.

Сценарии развития фондового рынка

Возврат к директивной экономике (см. *пункт 4.1.*) означал бы постепенное сжатие и прекращение самого существования фондового рынка. *Политика изоляционизма* в России и создание *фундаменталистской экономики* вели бы к тому, что фондовый рынок продолжал бы существовать, но в крайне ограниченных объемах и провинциальных формах (высокая доля государства, ограниченный набор финансовых продуктов, неразвитость финансовых посредников и инфраструктуры рынка, отсутствие массового инвестора), не выполняя своей основной задачи по привлечению капиталов для инвестиций.

Политический вектор развития общества в конце 90-х г.г. указывает на то, что усиление директивных начал в экономике, ее большая закрытость, сужение рынка будут сочетаться в России с опорой на национальный капитал и протекционизм при сохранении либеральных вкраплений, в частности, в области иностранных инвестиций и финансовых рынков. *Политические и экономические модели общества будут находиться в России в острой борьбе.*

Соответственно, объемы, структура и текущая конъюнктура российского рынка ценных бумаг будут в полной мере определяться тем *смешением моделей экономического устройства*, которое на долгие годы будет составлять основу российского хозяйства. *Преобладание директивной, фундаменталистской или либеральной экономики* определит, будет ли российский фондовый рынок *угасать*, станет ли он *провинциальным* или будет *возрожден* в качестве развитого рынка индустриальной страны. *Рынок мозаичный и эклектичный*, рынок, как зеркало

отражающий борьбу различных политических тенденций в обществе, рынок с огромным диапазоном колебаний - таким будет российский фондовый рынок в 2000 - 2005 г. г.

Традиционные ценности населения и будущее

фондового рынка России

Без анализа модели экономического поведения российского населения невозможен прогноз будущего, ожидающего фондовый рынок в России.

Безусловно, этот анализ требует усилий многих исследователей, и не только экономистов, но и специалистов в области социологии, культуры, истории, психологии, религии. Попытками выяснения «цивилизационной принадлежности» России и особенностей поведенческого склада ее населения заполнены 90-е годы. Поэтому анализ, приведенный ниже, носит самый приблизительный характер, дает лишь общее направление для размышлений.

Рассматриваемый вопрос является сложным и деликатным, как и любые попытки рассмотреть традиционные ценности любого народа. Этот анализ не может и не имеет право приводить к выводам о том, что та или иная группа людей «лучше», «хуже», «более современна» и т.д. Этот анализ упрощает действительность, т.к. - если говорить о России- то в стране существенна доля исламского населения, что- по мере удаления от советского времени- может приводить к нарастанию особенностей в экономическом поведении этой группы российского населения. На российский характер наложил отпечаток индустриальный характер общества в 30- 80-х г.г. В Москве, Санкт- Петербурге и крупнейших городах более высока в сравнении со страной в целом -концентрация населения, обладающего высокой активностью, способного принимать на себя более высокие риски, нацеленного на рост доходов. В конце концов, Россия- страна многих народов, и существование общих традиционных ценностей еще нужно доказывать.

Историческая традиция, по очень осторожной оценке, складывается таким образом, что *традиционные ценности российского населения* по меньшей мере *терминологически близки* к тем, которые составляют *особенности германского или японского населения*: меньшие индивидуализм и личная активность, стремление к социальной опеке, иерархичность, незначительная трудовая мобильность, меньшие уровни принимаемого риска (что обусловлено долгим подавлением личных свобод и исторически жесткой конструкцией российского государства).

Последние 85 лет. Огромные людские потери в последние 80 лет (говорят, что в войнах погибают лучшие, самые активные), несколько волн эмиграций (покидает страну активная, принимающая самые высокие риски часть населения), подавление инициативы и чрезмерное напряжение сил в советский период привели к дальнейшему ослаблению человеческого потенциала страны, к сужению той доли активных и квалифицированных людей, которым присущи частная инициатива и конкурентность.

К тому же результату вели огромная огосударствленность экономики и социальной сферы, концепция «заботы государства и партии о людях», отсутствие базы для экономической и, как следствие, личной самостоятельности (невозможность личной собственности на землю, на недвижимость и основные средства; ограниченность личных доходов и финансовых ресурсов, которые могли бы находиться в собственности; потеря семьями накопленного имущества, происходившая каждые 25-30 лет; ограничение мобильности трудовых ресурсов. Как следствие - стремление к социальной опеке, зависимость от государства. В соответствии с всероссийским опросом, проведенным в разгар финансового кризиса (что, возможно, повлияло на результаты)[38] 76% респондентов считали, что необходимо национализировать крупнейшие промышленные компании, 77% - хотели бы установить правительственный контроль над ценами, 58% - предлагали национализацию коммерческих банков.

[38] "Независимая газета», 25.11.98 (2000 респондентов)

В итоге, население в целом, в среднем может принимать только достаточно низкие уровни риска, в существенной мере надеется на государство в решении своих проблем, ослаблена частная инициатива. Экономическая самостоятельность и свобода являются меньшей ценностью, чем стабильность, хотя бы и на более низком уровне потребления. Российская экономика продолжает носить в основном неинновационный характер. Другой результат - низкое качество управления, плохой макроэкономический менеджмент, его ненацеленность в 90-е г.г. на экономический рост.

Структура собственности в России и модель рыночной экономики

Как следует из предыдущего анализа *(см. пункты 4.3. и 4.4.), тенденция в России к созданию оптовой структуры собственности*, основанной на доминировании крупных корпоративных, а в дальнейшем и фамильных собственников, вместо более раздробленной и розничной англо-саксонской модели, *не является чисто российским явлением.*

Эта тенденция свойственна *большинству стран*, прежде *всего странам с переходными или развивающимися экономиками.* Логика перехода к рынку - в стране, в которой население было лишено частной собственности в течение 2-4 поколений и в которой существовала высокая концентрация производства- приводит к быстрому сосредоточению капиталов в руках немногих собственников, к постоянному нарастанию доли контрольных пакетов в структуре акционерных капиталов.

Ни одна переходная экономика не создала в 90-х г.г. англо- саксонской модели, эти экономики проходили через стадию расширенного государственного вмешательства, формирования контрольных пакетов в структуре акционерных капиталов, отделения основной массы населения от собственности.

Произошло это и в России. В стране сформировалась (см. *табл. 5*) структура акционерного капитала, в которой очень значительную и растущую долю занимают контрольные или крупные пакеты акций.

Таблица 5

Страна	Доля отдельных групп собственников в акционерных капиталах, в %											
	Менеджеры		Персонал		Государство		Внешние отечеств. инвесторы		Внешние иностранны е инвесторы		Физические лица (не явл. Персоналом)	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Россия	25.4	36.3	26.0	23.3	23.5	14.7	23.4	21.5	1.6	3.8	0.1	0.4

*** Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States.- Wash.: World Bank.- Policy Research Working Paper 2047. – 1999 - 24 p. (на примере 682 российских предприятий, относящихся к 8 основным отраслям промышленности из 6 российских регионов, включая Москву и Екатеринбург**

По мнению А. Радыгина, подкрепленному статистическими наблюдениями автора за структурой собственности в России, основными тенденциями в структуре российского акционерного капитала, являются: а)сокращение доли работников, темпы которого замедлились в 1995-1998 г.г., б)стабилизация или рост доли администрации (менеджмента), при том, что можно предположить, что часть акций, полученных менеджерами, была «переведена» в другие компании (аффилированные лица- Я.М.); в)значительное увеличение доли внешних крупных инвесторов; г)стабилизация или сокращение доли мелких внешних инвесторов (физических лиц); д)последовательное сокращение доли государства.

По оценке, *не менее 60-70% акционерных капиталов в России собраны в крупные или контрольные пакеты.* Доля контролирующих акционеров растет или по меньшей мере не снижается. На рынке обращается лишь незначительная часть акционерных капиталов, структура

спроса и предложения на рынке акций является оптовой, население отделено от организованных рынков акций. *Природа российской экономики* как *«stakeholder capitalism»* только усиливается.

Другая особенность акционерной собственности в России - это создание на ее основе такого уникального экономического образования, как «феодальный» капитализм. В результате приватизации 1992-1994 г.г. многие крупные приватизированные предприятия перешли под контроль своих директоров, как собственников крупных пакетов акций, либо сторонних инвесторов, не имеющих значительных финансовых ресурсов на модернизацию предприятия. При этом государство в значительной мере сохранило свои функции контроля и опеки. Созданный в итоге хозяйственный режим, внешне рыночный, пока похож на систему кормлений, откупов в феодальной экономике, когда тот, кому отдан на кормление кусок собственности, интенсивно эксплуатирует его, не заботясь о модернизации, развитии, и ставя - впереди всего - свою личную выгоду. «Временщики» и «времянки» как плохая основа для роста и модернизации экономики.

Долговой характер российского финансового рынка

Из анализа, проведенного выше, следует, что чем менее раздробленной является собственность, чем большее значение имеют контролирующие собственники, тем *в большей мере долговой характер носит финансирование хозяйства.*

Оценка степени участия долговых инструментов в финансировании российской экономики выглядит следующим образом (см. *табл. 6*).

Таблица 6

Показатели (данные на конец месяца)	1995 (декабрь)	1997 (сентябрь)	1999 (октябрь)
Капитализация биржевых и организованных внебиржевых рынков акций, млрд. долл. США*	5-8	60- 65	Около 20
Внутренний кредит,** млрд. долл. США	78.4	106.4	52.6
Внутренний кредит** / Капитализация биржевых рынков акций, в %	10-15	≈1.6	≈2.6

*Московская межбанковская валютная биржа, Российская торговая система, Московская фондовая биржа (оценка по данным бирж). Необходимо учитывать, что акции только небольшой части эмитентов реально обращаются на бирже, также как и то, что только очень незначительные доли акционерных капиталов указанных эмитетнтов находятся в свободном обращении. Соответственно, можно считать, что при всей условности показатель капитализации отражает реальность фондового рынка

** Показатель внутреннего кредита (Domestic Credit) содержится в International Financial Statistics, IMF, а также на сервере Банка России в Интернет http://www.cbr.ru

По состоянию на 1.09.98 г. только 2,3% источников оборотных средств российских предприятий формировалось за счет собственных средств (в т.ч. акций), только 6,9%- за счет краткосрочных банковских кредитов и займов, 90,8%- за счет кредиторской задолженности (т.е. долгов предприятий). В июле 1998 г. более 66% расчетов за продукцию- осуществлено векселями и другими неденежными инструментами (Основные направления единой государственной денежно- кредитной политики на 1999 год). Рынок государственных долговых обязательств многократно (более чем в 10 раз) превышает рынок акций. Такова структура созданной в 90-х г.г. долговой экономики России.

В октябре 1929 г. доля собственных средств в структуре образования оборотных средств в промышленности составляла 51,3%, кредиторской задолженности- 23.3%. В конце 1985 г. эти показатели составили 28,8% и 20,1% соответственно (Вестник статистики, 1986, №12; М.С. Атлас. Кредитная реформа в СССР) Соответственно, насыщенность долгами, сложившаяся сейчас в отечественной экономике, самый низкий за 70 лет уровень собственных капиталов- беспрецедентны.

В этой связи анализ на основе данных 90-х г.г. подтверждает, что *российский рынок ценных бумаг* с высокой долей вероятности будет носить *долговой характер*, как это и происходит на рынках ценных бумаг, обслуживающих рыночные экономики, основанные на контролирующих собственниках и оптовой структуре акционерных капиталов.

Модель российского рынка ценных бумаг: среднесрочная перспектива

Исследование *фундаментальных факторов*, определяющих модели и структуру фондовых рынков (см. *пункты 4.1. – 4.5.),* с неизбежностью приводят к выводу о том, что *российский рынок ценных бумаг* будет иметь следующие *существенные черты*, определенные традиционными предпочтениями населения, структурой собственности, фактической ролью коммерческих банков и уже сложившимся долговым характером финансового рынка.

Шансы на возникновение *англо- саксонского типа рыночного хозяйства*, с относительно раздробленной собственностью на акционерные капиталы, с стремлением к повышению рыночной стоимости компаний на открытом рынке – такие шансы при переходе к рынку от директивной экономики советского типа крайне *невелики*. Рыночная модель экономики, которая сформировалась в России, может полностью характеризоваться как *«капитализм держателей крупных пакетов»* («stakeholder capitalism»), в основе которого германо- японская модель.

Оптовая структура акционерного капитала делает невозможным создание массового ликвидного рынка акций (подобного США), на рынке обращается только незначительная часть акций (остальные акции сосредоточены в крупных пакетах, оборот которых крайне замедлен и затруднен). *Российский рынок ценных бумаг* формируется как *долговой* (упрощенно - сходство с германским) и ему только предстоит пройти долгий путь трансформации оптовой, крупнозернистой структуры акционерного капитала - в розничную (если только это вообще произойдет).

В этом своем качестве он повторит существенные черты российского рынка, существовавшего до 1917 г., и подтвердит, что его долговой характер, сформированный в 90-е годы, не был случайностью, определенной временными обстоятельствами.

Как следствие, российский рынок акций будет не только сейчас, но и в перспективе *жестко ограничен в объемах и ликвидности.* Несмотря на важность усилий властей по дроблению капиталов, защите акционеров и развитию транспарентных рынков акций, *Москва*- при восстановлении ее финансового потенциала- *скорее будет похожа на Франкфурт* середины 90-х г.г., чем на Нью-Йорк. Именно долговые обязательства - хотели бы мы этого или нет - будут основой фондового бизнеса в России. Что требует, в свою очередь, *пересмотра политики властей на фондовом рынке*, которая до сих пор была строго ориентирована на развитие американской модели большого и ликвидного рынка акций в Москве.

Будет стабильно высока роль банковского кредита, и если она и будет снижаться, то за счет секьритизации долговых обязательств, а не за счет вытеснения долгового финансирования ростом акционерных капиталов. Долговое привлечение средств будет превосходить по объемам финансирование через акции. Трудно ожидать возникновения масштабных рынков акций, которые бы превосходили объемы рынков государственных и корпоративных облигаций. Венчурное финансирование будет осуществляться в основном через кредиты, а не через акции. Структура акционерных капиталов будет упрощена и недиверсифицирована, с высокой долей контролирующих собственников (семейных, банковских и корпоративных), доля розничных инвесторов и институтов коллективного инвестирования будет невелика. Основная масса розничных инвесторов по-прежнему будет консервативна в выборе финансовых продуктов, значительная часть сбережений населения будут иметь традиционно депозитную или наличную форму. Фондовый рынок будет иметь более простую продуктовую структуру, чем на рынках с преобладанием акций, окажется не столь инновационным, будут относительно невелики срочные рынки.

Долговой характер фондового (и в целом финансового) рынка, оптовая структура собственности, экономическое поведение населения неизбежно приводят *к смешанной модели*

рынка ценных бумаг, к активным операциям коммерческих банков и их дочерних компаний с корпоративными ценными бумагами, к прямым участиям банков в капиталах акционерных компаний.

Реалистичный взгляд на модель и перспективы рынка ценных бумаг в России *не отменяет необходимости* предпринять *все лучшие усилия* для *трансформации* его в *масштабный, эффективный и справедливый рынок*, способный обеспечить финансирование инвестиций на цели развития и инноваций, солействовать приходу в Россию долгосрочных иностранных капиталов.

Заведующий кафедрой ценных бумаг и биржевого дела Финансовой академии

Яков Миркин

Ключевые идеи развития фондового рынка

Дискуссия о *политике развития фондового рынка (апрель-июнь)*, в которой широко участвуют мои материалы, вынуждает кратко изложить – для обсуждения – *ряд ключевых идей*, необходимых для выживания российского фондового рынка (их перечень не является исчерпывающим). Часть идей была высказана в публикациях в «РЦБ», но все вместе они собраны специально, чтобы дать возможность сформировать единую точку зрения на программу развития российского рынка ценных бумаг.

Цели рынка

01 ***Основная цель фондового рынка*** – финансирование экономического роста и инноваций. Рынок ценных бумаг должен стать ***механизмом привлечения инвестиций в реальный сектор*** – вместо спекулятивного рынка 90-х г.г., обслуживавшего преимущественно интересы государства и краткосрочных иностранных инвесторов (до кризиса – 65-80%, на рынке ГКО – 35%). Вывод не является банальным, большинство игроков на российском рынке – спекулянты, весь рынок подчинен цели краткосрочного выигрыша. При этом никто не отрицает, что спекулятивная и арбитражная деятельность нужны фондовому рынку.

02 ***Доля денежных ресурсов***, направляемых через рынок ценных бумаг на ***обслуживание дефицитов государства***, должна быть ***снижена***, чтобы увеличить инвестиции, направляемые в реальный сектор (доля государства во внутреннем кредите – около 60%, это один из самых высоких в мире показателей)

03 ***Рост доли мелких акционеров*** – физических лиц в капиталах предприятий хотя бы до 20-25% и институциональных инвесторов, представляющих население – до 8-10%, и на этой основе обеспечение в будущем возможности привлекать капиталы на розничных рынках акций (большинство предприятий имеют контролирующих акционеров с 55-70% -ными долями). ***Признать*** при этом, что ***американская модель финансирования***, основанная на акциях, в ближайшей перспективе в России, как и в большинстве других стран мира ***невозможна.*** Западными исследованиями доказано, что в индустриальных странах Европы, в Азии, в Центральной и Восточной Европе, в СНГ – везде в акционерных капиталах преобладают контрольные акционеры при ширком распространении долговых рынков. Объем долговых ценных бумаг в мире (без векселей) превышал размеры капитализации мировых рынков акций в 1.23 раза (1998, расчеты Б.Б.Рубцова). Традиционные ценности российского населения пока не предполагают принятие высоких

индивидуальных рисков, предпочтение личных экономических свобод социальной защищенности, без чего невозможна американская модель финансирования, основанная на акциях.

04 ***Привлечение долгосрочных иностранных инвестиций***, размер которых покрывал бы значительную часть потребностей России в денежных средствах для возобновления экономического роста (потребность в инвестициях на ближайшие 3-4- года – 200 – 240 млрд. долл., денежные ресурсы внутри страны, которыми реально можно закрыть эту потребность, - не превышают 10-20% потребностей, Китай в 90-х г.г. привлек более 240 млрд. инвестиций, Россия в 20-25 раз меньше)

05 ***Значительный рост доли денежных ресурсов, направляемых через рынок ценных бумаг в регионы***, обеспечение возможностей привлечения средств в инвестиции на местных рынках (сейчас более 90% операций совершается в Москве, 40-50% банков и брокерских компаний находятся в столице, региональная инфраструктура рынка разрушена)

06 ***Рост конкурентоспособности*** российского фондового рынка, борьба с уходом торговой активности по российским акциям на западные рынки (Берлин, Франкфурт, Вена, Лондон и др., в 1999 г. объемы торговли за рубежом депозитарными расписками на российские акции в 2.5 – 3 раза превосходил объемы рынка акций внутри страны), ***разумный протекционизм*** при сотрудничестве с зарубежными инвесторами и торговыми системами (например, создание межбиржевых рынков (Москва- Вена), поощрение вывода на зарубежные рынки только рискованных акций российских компаний роста или высокотехнологичных компаний)

07 Создание ***единого фондового рынка стран СНГ*** (или, минимум, ***свободной торговой зоны***), "единый паспорт" (взаимное признание лицензий, аттестатов и регистраций эмиссий), общая инфраструктура рынка, слияния торговых и иных систем рынка, возникновение в Москве центра торговли финансовыми активами этой зоны (в ином случае ценные бумаги стран СНГ будут концентрироваться в Вене, Стамбуле, Берлине и т.д.)

08 ***Снижение рыночного риска рынка, создание*** системы антикризисного управления, ***реорганизация*** РТС, структура которой (офф-шорные расчеты, свободный ввод и вывод спекулятивных капиталов) создает огромный рыночный риск. Рынок акций в России является самым волатильным в мире (1996 – 97 г.г. – "лучший" в мире по росту курсовой стоимости, 1998 г. – худший в мире по падению курсов акций и объемов, 1999 г. – один из "лучших" в мире по росту курсовой стоимости). Рынок акций в России в будущем –после разогрева и грюндерства - может стать одним из источников будущего (очередного) мирового финансового кризиса.

09

Фондовый рынок должен стать ***значимым*** для экономики страны (реальная капитализация рынка, охватывающая 100 – 200 российских компаний и оборот значимых долей их акционерных капиталов, должна достигать не менее чем 30% от ВВП). Капитализация более 80% развитых

рынков превышает 40% ВВП и только по 46% формирующимся рынкам– капитализация больше 20% ВВП (IFC Emerging Stock Markets Factbook 1997).

10 ***Достижение*** не менее 3-5- процентной доли в совокупном объеме капитализации формирующихся рынков мира (в 1998 г. Россия – 1.1%, Китай – 12.5%, Бразилия – 8.4%). ***Привлечение*** ежегодно не менее 10-12 млрд. долл. США в форме новых инвестиций в ценные бумаги, из них не менее 70%- в негосударственные ценные бумаги. ***Рост доли*** небанковских финансовых институтов в финансовых активах до 10-20% (сейчас в России – 3-4%, в США – в конце 90-х г.г. XIX века – 8-10%, в 40-х г.г. –35-40%, в 90-х г.г. – 60-70%)

Ограничения

11

Длинные волны. Высока вероятность того, что в первом десятилетии XXI века осуществится масштабное понижательное движение экономик и, как следствие, рынков ценных бумаг (завершение четвертой волны на протяжении последних 100 – 120 лет, в т.ч. *первая волна* – 90-е годы XIX века – десятые годы XX века, *вторая волна* – 20-40-е годы, *третья волна* - пятидесятые-семидесятые годы, *четвертая волна* - восьмидесятые – в девяностых годах пик). В реальном стоимостном измерении фондовые рынки, в т.ч. российский, движутся синхронно (80-85% случаев - совпадение движения, по наблюдениям за 15 рынками ценных бумаг в течение 1949-95 г.г.).

Соответственно, необходимо готовиться к ***росту конкуренции*** фондовых рынков ***за денежные ресурсы*** (российский рынок пока находится в самом худшем положении, был наиболее – по всем оценкам - неконкурентоспособен).

Макроэкономические условия

12

Основа развития фондового рынка – политика стимулирования экономического роста. Рынок ценных бумаг не выполнит своих задач и не будет восстановлен до тех пор, пока экономическая политика в стране проводится по формуле 90-х г.г.: *низкая монетизация + излишнее кредитование государства+ высокие налоги + отсутствие налоговых стимулов + высокие военные расходы + отсутствие инвестиций государства + контроль за крупными расходами + огромные регулятивные издержки и риски = отсутствие экономического роста + отсутствие иностранных инвестиций + превращение в страну третьего мира.*

13

Влияние монетизации. С очень высокой вероятностью *капитализация* рынка акций в России *не будет* стабильно (если отбросить

спекулятивные факторы) *превышать* 10-15% до тех пор, пока монетизация хозяйственного оборота - в результате дополнительной денежной эмиссии - не достигнет хотя бы 30 - 35% ВВП. Только в этом случае объем внутреннего денежного спроса достигнет величин, способных удерживать капитализацию на уровне хотя бы 15-20% ВВП даже при условии ухода иностранных инвесторов с российского рынка. Анализ по 50 формирующимся и 19 развитым рынкам акций показал, что чем более насыщена экономика денежными ресурсами, тем большее значение в хозяйственном обороте имеет фондовая составляющая. Так, например, в группе формирующихся рынков средним значениям монетизации в 30-40% ВВП соответствуют и крайне незначительные объемы биржевых рынков акций (до 20% валового национального продукта). Дальнейший рост насыщенности деньгами приводит к быстрому увеличению капитализации биржевых рынков (свыше 100% ВНП при средних значениях монетизации свыше 70%). Такой же характер имеют наблюдения за развитыми биржевыми рынками.

14

Валютный курс и счет капиталов. Принимая в качестве конечной цели либерализацию валютного курса и движения капиталов, *нельзя допустить повторения ситуации 1997-98 г.г.*, когда при закрепленном или устойчивом валютном курсе свобода движения капиталов позволяет войти в страну крупным краткосрочным иностранным деньгам, разогревать рынок, создавать – в силу закрепленного курса - сверхдоходности на нем и через краткосрочный разовый сброс финансовых активов, спекулятивные атаки вызывать финансовый кризис. Дальнейшая либерализация финансового сектора должна осуществляться во взвешенной последовательности, учитывающей масштабы рыночного риска

15

Другие макроэкономические меры, способствующие развитию рынка ценных бумаг: *ослабление* зависимости экономики и курсовой стоимости акций от динамики цен на нефть, *снижение* налоговой нагрузки хотя бы до 25 –27 % ВВП, *введение* налоговых стимулов для инвесторов, эмитентов и операторов рынка, налоговая *амнистия*, амнистия за вывоз капиталов, *введение* внутреннего иммунитета инвесторов, *инвестиционная направленность* бюджета, *запуск* крупных инвестиционных проектов с участием государства и *эмиссия* государственных ценных бумаг под конкретные инвестиционные проекты, *завершение* создания системы управления государственным долгом, *поддержка* спроса на корпоративные ценные бумаги (установление обязательных нормативов инвестирования для институциональных инвесторов), экономическое *поощрение* финансовых институтов в инвестициях в реальный сектор, *отмена* контроля за крупными расходами, прежде всего на цели инвестирования в финансовые активы, и многое другое.

Методы достижения целей

Модель рынка

16 ***Смешанная модель***, в которой на рынке присутствуют как универсальные коммерческие банки, так и инвестиционные банки (брокерско-дилерские компании) и финансовые конгломераты (уход коммерческих банков с фондового рынка означает потерю не менее 30-50% его мошностей, противоречит международной практике конвергенции моделей).

Прекращение дискуссии об ограничении деятельности коммерческих банков на фондовом рынке. По оценке, из более чем 30 наиболее развитых страновых рынков ценных бумаг примерно 40-45%- смешанные рынки и 10-15%- носят чисто банковский характер. Из более 50 формирующихся рынков смешанные рынки, на которых обороты банков могут доходить до 75% их объемов, составляют 50-51% от общего их числа.

Создание системы урегулирования конфликтов интересов и управления рисками внутри коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний, позволяющей им осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг

Сочетание универсальных и специализированных институтов на рынке ценных бумаг (во всем мире создание универсальных финансовых конгломератов, перекрестное предложение финансовых услуг сочетается с созданием финансовых компаний, получающих выгоду от узкой специализации).

Создание механизма сотрудничества, а не конкуренции государственных органов (прежде всего ФКЦБ и Банка России), регулирующих фондовый рынок

17 ***Отказ от идеи создания инвестиционных банков как особенного финансового института***, отличающегося от коммерческих банков и брокерско –дилерских компаний. Это – ***подмена понятий***, в международной практике, как и на финансовом рынке США, инвестиционный банк- это просто брокерско-дилерская фирма, которая выполняет полный круг операций на рынке ценных бумаг, в т.ч. - в более узком понимании инвестиционного банковского дела – предоставляет услуги на первичном рынке ценных бумаг (андеррайтинг и размещение эмиссий, выкуп корпоративных ценных бумаг).

Для создания инвестиционных банков в России не нужно особого законодательства – оно уже есть – необходимы рекапитализация, укрупнение и финансовое оздоровление брокерско-дилерских компаний, более подробная правовая регламентация технологий первичного рынка ценных бумаг

18 ***Преимущественно долговой рынок*** (преобладание предприятий с контрольными пакетами, не заинтересованными в разводнении капиталов,

на 1/3 мировых биржевых рынков преобладают облигации и другие долговые инструменты). В России внутренний кредит в 2.5 раза превышает искусственно завышенную капитализацию рынка акций (конец 1999). Как следствие, необходимость преимущественного развития облигаций, коммерческих бумаг и других долговых инструментов

Роль государства и саморегулирование

19 ***Повышение роли государства*** – но не в создании излишней регулятивной инфраструктуры (слишком много правил – слишком мал объект регулирования), а в ***строительстве*** вместе с профессиональным сообществом рынка, в ***стимулировании*** его развития и направленности на инвестиции в реальный сектор. ***Конечный результат работы ФКЦБ***, за который она должна отчитываться, - количество привлеченных через рынок ценных бумаг инвестиций в реальный сектор. Подчинение работы ФКЦБ целям финансирования экономического роста через рынок ценных бумаг.

Не допустить, чтобы восстановление рынка государственных ценных бумаг привело к масштабному отвлечению денежных средств от целей финансирования реального сектора, как это было в 1995 –98 г.г.

20 ***Отказ*** от идей ***"самоформирования"*** рынка, ***от ограничения*** роли государства защитой прав инвесторов, раскрытием информации, созданием правил, исходящих из абстрактного идеального рынка (которым чаще всего оказывается рынок США) и контролем за их исполнением. Весь опыт 90-х г.г. показывает, что этот подход, которого придерживались регуляторы, приводит к огромным значениям рыночного риска, к деформациям организации рынка, к невыполнению рынком своих базовых задач. Вынужденный «***дирижизм***» государства на фондовом рынке, ***«интервенционистский» подход***, неизбежный в период глубоких структурных преобразований.

Расширение начал саморегулирования, ***отказ*** от дискуссии о единственности саморегулируемой организации в брокерско-дилерской деятельности. ***Признание*** того, что в российской практике перенята ***множественная модель саморегулирования*** (США), когда может существовать много СРО, привязанных к конкретным рынкам (все фондовые биржи являются в США саморегулируемыми организациями, NASD привязан к NASDAQ и Amex, связки ММВБ-НФА, РТС-НАУФОР полностью соответствуют этой модели)

21 ***Организационные изменения***: ***введение*** стратегического планирования (ежегодные ***Основные направления*** государственной политки на рынке ценных бумаг, ***создание*** Национального совета по финансовому рынку при Председателе Правительства РФ, постоянно действующих рабочих групп ФКЦБ, Банка России и других регуляторов, ежегодные ***отчеты***, создание региональных отделений ФКЦБ в областях и республиках). ***Отказ*** от попыток внедрить концепцию мегарегулятора как несоответствующую

российским условиям (отсутствие финансовых конгломератов, ослабление совокупных ресурсов регуляторов). Вместо атмосферы конфликтности – ***сотрудничество*** финансовых регуляторов. ***Отказ*** от попыток ввести исключительно функциональное регулирование рынка ценных бумаг, сочетание институционального и функционального регулирования, как это происходит повсеместно в международной практике. ***Создание*** ресурсной базы финансового регулятора (ФКЦБ), адекватной его задачам строительства рынка (отчисление части налогов и сборов, формируемых на фондововм рынке, в адрес регулятора на нужды его развития).

22 ***Вывод*** ФКЦБ совместно с профессиональным сообществом предприятий и ***инвестиционных проектов*** на рынок ценных бумаг (40-50 проектов ежегодно на 3-5 млрд. долл в ближайшие 2-3 года, ***использование*** имени ФКЦБ, чтобы привлечь иностранные деньги в акции надолго). ***Обращение*** к московскому опыту по выводу эмитентов и работе регулятора с ними. Это – ***инновационный подход*** на рынках ценных бумаг. Но такой же инновационной была, например, ***интервенция государства*** на рынке ценных бумаг и срочном рынке, впервые примененная Гонконгом (август 1998 г.), когда Hong Kong Monetary Authority в качестве финансового регулятора использовал –при спекулятивной атаке на свои валютный, фондовый и срочные рынки – валютные резервы для скупки акций и противодействия игре на понижение на срочном рынке и, как результат, предотвратил падение рынка

23 ***Налоговое стимулирование.*** В России (кроме Москвы) ***не используется*** практически ни одна из нескольких десятков форм налогового стимулирования инвесторов в ценные бумаги, работающих в большинстве стран мира (***освобождение*** от подоходного налога и налога на прибыль по операциям с ценными бумагами, ***зачет*** отрицательных курсовых разниц для розничных инвесторов, ***перенос*** на несколько лет вперед отрицательных разниц, ***поощрение*** налоговыми льготами долгосрочных инвестиций, если акции держатся в течение определенного срока или инвестор владеет опрделенной долей бизнеса, налоговое ***поощрение*** вложений в акции приоритетных отраслей или в акции, имеющие листинг на бирже, ***вычет*** процентов за кредит, взятого на покупку акций, из налогооблагаемой базы и т.п. ***Использование опыта Москвы*** (резкий рост розничных инвестиций после введения льгот для населения по подоходному налогу на доходы от акций).

24 ***Создание новых классов инвесторов***, представляющих население и рассчитанных на увеличение доли работников в акционерных капиталах предприятий (компенсационные планы акциями, включая ESOPs, опционные планы, пенсионные планы и т.п.)

25 ***Реструктурирование отрасли ценных бумаг*** (***поощрение укрупнения и слияний*** брокерско-дилерских компаний (у почти 50% брокеров ликвидный чистый капитал не превышает 500 тысяч. долл) , торговых систем (в крупных городах дублируются фондовые биржи, их обороты несравнимы даже с мелкими западными биржами), ***формирование*** филиальной сети, ***преодоление*** на добровольной основе двойственности – банковской и небанковской – инфраструктуры фондового рынка (до сих пор в РТС брокерских компаний – две трети участников, а на ММВБ –

одна треть, остальные – банки), ***слияния и укрупнения*** в этой области, ***создание*** системы надзора за финансовым состоянием брокеров-дилеров, ***программа*** их рекапитализации, формирования резервов против убытков и финансового оздоровления, ***организация*** управления рисками у профессиональных участников фондового рынка, ***восстановление*** региональной сети профессиональных участников и создание в регионах фондовых центров для работы с населением (в регионах рынок оказался физически разрушен в большей мере, чем в центре - к началу 2000 г. в регионах прекратили существовать 40-50% профессиональных участников, в Москве и Санкт- Петербурге- 30-35%)

26 ***Строительство новых рынков, которые были бы специально предназначены для инвестиций через них в реальный сектор*** (***создание*** и ***структурирование*** первичного рынка для размещения ценных бумаг предприятий, ***поощрение*** рынков коммерческих бумаг, закладных, складских свидетельств, ***отказ*** от попыток излишне зарегулировать их в качестве эмиссионных бумаг, ***создание*** рынков российских акций компаний роста, корпоративных облигаций, в т.ч. краткосрочных, ипотечных, торговых систем для розничных инвесторов, рынков институциональных инвесторов для прямой торговли между собой, ***поощрение*** экспорта на зарубежные рынки акций российских высокотехнологичных компаний для привлечения капиталов и т.д.)

Содействие созданию инновационной структуры рынка (коммерциализация и фондовых бирж и других торговых систем, альтернативные торговые системы, интернет-торговля и сети электронных коммуникаций, организация прямого доступа инвесторов в торговые системы, межбиржевые рынки, рынки прямых сделок инвесторов с ценными бумагами, без посредников и др.)

27 ***Отказ от попыток создать условия для внутренней эмиграции российских капиталов*** (проект российских депозитарных расписок, допуск иностранных ценных бумаг для обращения на внутреннем рынке за счет средств российских инвесторов). ***Создание*** при этом международного финансового рынка в Москве для операций нерезидентов с иностранными финансовыми активами (аналоги- Монреаль, Ванкувер, Стамбул)

28 ***Снижение излишних регулятивных издержек*** (***облегчение*** процедур регистрации для небольших и непубличных эмиссий, ***введение*** «полочной» регистрации, ***отмена*** недействующих правил (бездокументарные векселя (1996), опционные свидетельства (1997), ***сокращение*** отчетности для эмитентов, чьи акции не обращаются на организованных рынках и которую ФКЦБ не в состоянии раскрыть, ***снятие*** слишком высоких запретительных барьеров для входа на рынок (например, в доверительном управлении), ***отказ*** от попыток подменить реальные действия на рынке нормотворческой деятельностью (как это было в разгар кризиса 1998 г.)

29 ***Снижение системного риска*** (***изменение*** «конструкции» РТС в части, вызывающей экстремальные значения системного риска (расчеты в валюте за рубежом, беспрепятственный ввод-вывод спекулятивных капиталов,

абсолютное преобладание иностранных инвесторов), ***преодоление*** асимметрий российского фондового рынка, определяющих крайне высокие значения системного риска (манипулятивный, олигополистический и спекулятивный характер, незначительные объемы, концентрация рынка вокруг нескольких эмитентов, очень высокая доля краткосрочных иностранных инвесторов, зависимость от иностранных рынков АДР, оптовый характер рынка и отделенность от розничных инвесторов, фрагментарность, неравный доступ к информации, широкое распространение нечестных торговых практик и практик работы с клиентами и т.д.), ***разработка*** антикризисных политик и сценариев поведения ФКЦБ, торговых систем, СРО, которые были бы направлены на предупреждение следующих кризисов (они будут не менее масштабны, чем кризисы 1997 – 1998 г.г.), либо на ослабление их в наиболее острых фазах).

Стремление в практической политике к ослаблению зависимости состояния фондового рынка от цен на нефть и динамики зарубежных рынков депозитарных расписок на российские акции, разработка политик, ведущих к возвращению торговой активности на внутренний рынок акций. ***Создание*** системы надзора за поведением на рынке крупных иностранных спекулятивных инвесторов, механизма консультаций с ними с тем, чтобы предупредить масштабное манипулирование, спекулятивные атаки и иные действия, ведущие к нестабильности.

30 ***Содействие развитию корпоративного управления*** (corporate governance), культуре отношений с инвесторами (investor relations), образовательных программ для инвесторов, распространение московского опыта работы с розницей, создание горячих линий для жалоб клиентов и т.д.).

Изменение концепции защиты прав инвесторов, используемой в российской практике, ***приведение*** ее к содержанию, принятому в международном сообществе (не только конфликты акционеров и защита прав собственности, но и защита от манипулирования, инсайдерства, нечестных торговых практик и нарушений этики в отношениях «брокер – клиент» и «брокер – брокер», обеспечение открытого, прозрачного и честного рынка с урегулированными конфликтами интересов и строгим надзором)

Национальная комиссия по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики

КОМПЛЕКСНАЯПРОГРАММА
развития рынка ценных бумаг Кыргызской Республики на период 1999-2001 годы

СОДЕРЖАНИЕ

Введение
1.Анализ выполнения "Программы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике на 1997-1998 годы"
2.Современное состояние РЦБ
3.Инфраструктура и профессиональ-ные участники РЦБ
3.1 Развитие и совершенствование инфраструктуры РЦБ
3.2 Профессиональные участники РЦБ
3.2.1 О развитии инвестиционных фондов, брокерско-дилерской деятельности и специализированных регистраторов
3.3 Техническое обеспечение торговли ценными бумагами и регистраторская деятельность на РЦБ
3.4 Концентрация РЦБ на площадке Кыргызской Фондовой Биржи и в Центральном Депозитарии
4.Инвестиционная привлекатель-ность кыргызских ценных бумаг и совершенствование налогообложения по ним
5.Обеспечение прозрачности функ-ционирования и защита прав инвесторов РЦБ
6.Развитие саморегулируемых организаций
7.Развитие законодательной базы РЦБ
8.Государственное регулирование РЦБ
9.Приватизация
10.Осуществление надзора за РЦ
11.Подготовка специалистов РЦБ, проведение конференций и семинаров
12.Новые направления в деятель-ности НКРЦБ и профессиональных участников РЦБ
12.1 Международное сотрудничество
12.2.Автоматизация и компьютеризация РЦБ
12.3.Содействие проведению пенсионной реформы
12.4.Внедрение международных стан-дартов бухгалтерского учета
12.5.Развитие страховых компаний в Кыргызской Республике
13.Развитие партнерских взаимо-отношений между НКРЦБ, проф-участниками РЦБ, заинтересован-ными министерствами и ведом-ствами
14.Принципы деятельности и совер-шенствование структуры НКРЦБ и ее региональных управлений
15.Механизм реализации Комплексной программы
16.Список сокращений

При этом КП будет выполнять роль единого комплекса, с помощью которого определены цели и приоритеты развития РЦБ, а также указаны действия по их реализации. Кроме того, данная КП является логическим продолжением работы, начатой при разработке и реализации "Программы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике на 1997–1998 годы", которая сыграла на предыдущем этапе развития РЦБ свою определенную, позитивную роль.

Приоритеты настоящей КП должны быть интегрированы в разрабатываемую Правительством Кыргызской Республики "Комплексную основу развития Кыргызской Республики на период до 2010 года" и стать ее отраслевой частью.

Ситуация, сложившаяся в последние годы в экономике республики, настоятельно требует от разработчиков и исполнителей очередной программы развития РЦБ, объективной оценки о нем, принятия верных и умелых действий по продолжению действий направленных на его дальнейшее развитие. Усилия НКРЦБ и всех сторон, заинтересованных в развитии РЦБ, какими бы проработанными и актуальными они не были, могут стать неэффективными и даже бесполезными, если в ближайшие год-два на фондовом рынке республики не будут созданы условия при которых:

- профессиональным участникам РЦБ будет чем торговать на нем и это связано с первую очередь с процессом проведения приватизации;
- произойдет концентрация финансовых рынков, в результате чего возрастут реальные объемы сделок на торговых площадках РЦБ и увеличится уровень его капитализации;
- РЦБ будет прозрачным, а орган, ответственный за обеспечение работы по организации расчетов между всеми участниками сделок купли-продажи ценных бумаг (ЦД или другая структура с подобными функциями) станет бесперебойно действующим центром всей системы расчетов.

Развитие РЦБ в республике преследует три основные цели:

- мобилизацию частных сбережений населения для инвестиций в экономику государства;
- обеспечение условий и механизма для эффективного использования (перераспределения) инвестиционных ресурсов;
- обеспечение притока капитала в частные компании.

Исходные макроэкономические условия и потенциал экономического роста в стране служат главным определяющим фактором для успешного развития финансовых рынков. В свою очередь, развитый фондовый рынок оказывает прямое содействие укреплению экономики государства, содействует повышению уровня благосостояния его населения.

Государственная политика, стимулирующая развитие РЦБ, главным образом предполагает принятие мер, направленных на:

- стабилизацию цен и сдерживание инфляционных процессов, которые вызывают эрозию внутренних сбережений и в значительной степени препятствуют развитию инвестиционного процесса;
- определение процентных ставок рыночными методами, жесткий контроль за дефицитом бюджета государства и его внутренними и внешними заимствованиями,

- обеспечение законодательной базы и политики налогообложения, стимулирующих инвестиции в частный сектор и развитие инфраструктуры фондового рынка.
- преобладание частного сектора в экономике над государственным и развитие свободной конкуренции.

Без выполнения этих, простых условий, будет очень сложно продвигать и развивать РЦБ. Его развитие в отрыве от ситуации, складывающейся в реальных секторах экономики, может привести к утрате взаимодействия между его основными составляющими, возникновению неразберихи в решении вопросов его дальнейшего регулирования и развития.

1.Анализ выполнения "Программы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике на 1997-1998 годы"

"Программа развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике на 1997-1998 годы" была разработана и принята на заседании Национальной комиссии по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики в июле 1997 года. Настоящей Программой охватывалась деятельность НКРЦБ, всех профессиональных участников фондового рынка, и иностранных консультантов по ценным бумагам на двухлетний период.

В истории развития отечественного РЦБ данная Программа была первой и разрабатывалась в соответствии с заключенным на тот момент "Соглашением о сотрудничестве между Правительством Кыргызской Республики, НКРЦБ и Американским агентством по международному сотрудничеству по поддержке развития рынка ценных бумаг (USAID)".

В первой Программе НКРЦБ были определены приоритеты и заложены механизмы реализации процесса развития РЦБ. Ее главным принципом было обеспечение условий экономического роста страны за счет мобилизации финансовых ресурсов, их эффективного распределения и рационального использования, а также обеспечения реальной правовой защиты интересов инвесторов, как резидентов, так и нерезидентов.

Реализация "Программы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике на 1997-1998 годы" преследовала следующие основные цели:

- разработка законодательной и нормативной базы регулирующей развитие и функционирование рынка ценных бумаг;
- осуществление комплекса мероприятий, направленных на функционирование рынка ценных бумаг в соответствии с мировыми стандартами;
- стимулирование развития современной инфраструктуры рынка ценных бумаг, обеспечивающей эффективность и надежность функционирования данного сектора экономики.

В Программе была дана характеристика состояния РЦБ в первом полугодии 1997 года, оценка хода приватизации, профессиональных участников фондового рынка и его инфраструктуры.

Кроме того, поднимались вопросы, связанные с обеспечением прозрачности рынка ценных бумаг, регистрации, осуществления надзора за рынком, деятельности КФБ.

В Программе были обозначены основные направления ее реализации и сформулированы основные принципы государственного регулирования РЦБ. При этом важное значение придавалось роли и месту СРО профессиональных участников РЦБ, решению вопросов, связанных с совершенствованием

законодательно-нормативной базы функционирования фондового рынка, деятельности инвестиционных фондов ИФ, развитию внебиржевой системы, вопросам информационного обеспечения и подготовки профессиональных специалистов РЦБ.

Комплекс мер по реализации Программы состоял из 34 мероприятий, в том числе 24 относились к вопросам разработки законодательной базы и 10 к организационным мерам. Анализируя выполнение комплекса мер Программы, следует отметить, что большая часть из запланированных мероприятий была реализована в течение последних двух лет. Так, из основных задач Программы, в срок было реализовано мероприятие о разработке и внесении в Жогорку Кенеш Кыргызской Республики законопроекта "О рынке ценных бумаг", который был подписан Президентом Кыргызской Республики 1 августа 1998 года. Также своевременно были разработаны и приняты НКРЦБ положения, регулирующие вопросы ведения реестра акционеров в АО, о допуске нерезидентов ценных бумаг на РЦБ Кыргызстана, о достаточности собственных средств профессиональных участников РЦБ и другие.

Вместе с тем следует отметить, что отдельные мероприятия Программы были неоправданно "затянуты" на стадии их исполнения. В частности, срок реализации вопроса разработки и внесения в Жогорку Кенеш Кыргызской Республики проекта закона "Об инвестиционных фондах" предусматривал его выполнение к 15 июля 1997 года, однако законопроект был разработан и внесен в Администрацию Президента Кыргызской Республики только в декабре 1998 года, т.е. с опозданием почти на полтора года. Аналогичная ситуация возникла при реализации другого важного мероприятия Программы, – разработки проекта Закона Кыргызской Республики "О внесении изменений и дополнений в Налоговый Кодекс Кыргызской Республики", в части снижения налогового бремени по операциям с ценными бумагами. Данный законопроект был разработан и внесен НКРЦБ в Министерство финансов Кыргызской Республики с опозданием почти на 2 года.

Объективная оценка результативности Программы позволяет сделать вывод о том, что ее разработчиками были верно и реально определены главные приоритеты развития РЦБ на 1997-1998 годы.

Вместе с тем, проблемы, возникшие при их реальном исполнении, наглядно демонстрируют недостаточную продуманность при установлении сроков их реализации. Такая же оценка применима к исполнению других, мелких мероприятий Программы.

Резюмируя итоги, полученные в результате реализации Программы, необходимо отметить ее позитивную роль, в вопросе развития отечественного РЦБ. Несмотря на неустойчивую экономическую ситуацию в республике, разработка и реализация всесторонне продуманной Программы, отвечающей запросам рыночных преобразований, происходящих на финансовых рынках страны может реально выполнять роль своеобразного стержня в работе по развитию и дальнейшему совершенствованию фондового рынка Кыргызстана.

2. Современное состояние РЦБ

Фактически работы по образованию РЦБ в республике были начаты в 1992 году, которые позволили к 1999 г. иметь в стране достаточно сформированный фондовый рынок.

В настоящее время, организация деятельности на кыргызском РЦБ и его инфраструктура имеют схожесть с западными моделями организации фондовых рынков, в частности много заимствовано из опыта США. В то же время, помимо стандартного "набора" атрибутов и инструментов присущих современным РЦБ, у отечественного фондового рынка имеется ряд своих особых характеристик. Прежде всего, это наличие определенной сложившейся инфраструктуры кыргызского РЦБ.

По состоянию на 1.09.1999 г. лицензию на право ведения профессиональной деятельности по ценным бумагам имели 73 юридических лица, в том числе по видам деятельности:

- ведение реестра владельцев ценных бумаг - 21;
- депозитарная - 1;
- инвестиционного фонда - 14;
- биржевая - 1;
- брокерская и дилерская - 30;
- доверительное управление ценными бумагами - 13, в том числе управление инвестиционными фондами - 7;
- инвестиционный консультант - 17.

Начиная с 1991 г. в Кыргызстане было разработано законодательство по ценным бумагам, принят ряд законов регулирующих эту сферу деятельности, в частности Закон Кыргызской Республики "О рынке ценных бумаг" в 1993 и в 1998 годах, Закон Кыргызской Республики "Об инвестиционных фондах" принятый в июле 1999 года, а также целый свод нормативно-правовых документов по ценным бумагам, разработанным и принятым самой НКРЦБ, либо совместно с заинтересованными министерствами и ведомствами.

На протяжении последних лет в республике поэтапно проводилась целенаправленная работа по созданию и дальнейшему совершенствованию государственного органа, регулирующего вопросы ценных бумаг. В настоящее время НКРЦБ является структурой отвечающей за состояние РЦБ, сотрудничающей по широкому кругу экономических вопросов с Администрацией Президента Кыргызской Республики, Аппаратом Премьер-министра Кыргызской Республики, министерствами и ведомствами, международными организациями и иностранными консультантами.

В настоящий момент в Кыргызской Республике функционирует 14 ИФ, образованных в процессе массовой приватизации.

По состоянию на 1.09.1999 г. НКРЦБ было зарегистрировано 1 477 выпусков акций АО республики. Общий объем эмиссии составил 14 998 млн. сом. Из них 89,2% составляют учредительные выпуски акций и 10,8% - дополнительные выпуски акций. АО, преобразованные из государственных предприятий, осуществили выпуски акций на сумму, составляющую 86% от общего объема эмиссии, вновь учрежденные - 14%.

В общем, объеме эмиссий ценных бумаг основная доля принадлежит АО "Кыргызэнерго" – 49,8%. Доли других крупнейших ГАО составляют: Национальная авиакомпания "Кыргызстан Аба Жолдору" - 6,6%, АО "Кыргызтелеком" - 4,1%, АО "Кыргызнефтегаз" - 4,0%, что свидетельствует о необходимости проведения приватизации этих предприятий для дальнейшего развития РЦБ.

Основная доля выпусков ценных бумаг производилась АО, образованными в процессе приватизации (86%). Тем не менее, в 1998-1999 гг. наметилась тенденция увеличения объемов выпуска ценных бумаг вновь

созданных АО. К осени 1999 гг. объем выпусков ценных бумаг вновь созданных АО составил 56% от общего объема эмиссии за данный период.

На 1.09.1999 г. НКРЦБ были зарегистрированы выпуски ценных бумаг 1248 АО. Из которых 1091 - АООТ, 157 – АОЗТ.

Учредительные выпуски ценных бумаг составляют 89,2% от общего объема эмиссии. Однако наметилась тенденция увеличения объемов выпуска ценных бумаг за счет дополнительных выпусков акций. Объем дополнительных выпусков акций по состоянию на 1.09.1999 г. составляет 1626 млн. сом., или 10,8% от общего объема эмиссии, тогда, как на 1.01.99 г. объем дополнительных выпусков акций составлял 8,2%, на 1.01.98 г - 4,1%.

В региональном разрезе 83,4% от общего объема эмиссии осуществлено АО Бишкека, в Ошской и Чуйской областях соответственно - 3,5% и 6,3%. Это связано с тем, что в этих регионах сосредоточена основная масса промышленных предприятий, предприятий транспорта и финансовых институтов, которые составляют основную долю в общем объеме эмиссии.

В отраслевом разрезе основная доля выпусков акций приходится на промышленность – 72,9%. На втором месте транспорт и связь – 11,6%. Далее идут финансовые институты 8,9%. Доля остальных отраслей, в основном, менее 2% от общего объема эмиссии.

Общий объем иностранных инвестиций в корпоративные ценные бумаги эмитентов республики составил 1 636 млн. сомов. Из стран СНГ – 2,6%, из стран дальнего зарубежья – 97,4%. Основная доля иностранных инвестиций приходятся на ценные бумаги предприятий промышленности - 59,5% от общего объема иностранных инвестиций, затем идут финансовые институты - 20,5%, строительство - 11,8% и транспорт и связь 5%.

Анализ работы фондового рынка и КФБ за 8 месяцев 1999г. показывает, что объем торгов на КФБ составил 162 419,4 тыс. сомов, что в 3,6 раза больше по сравнению с объемами торгов корпоративными ценными бумагами за тот же период 1998 г. Увеличение связано с изданием Указа Президента Кыргызской Республики "О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг" от 10 мая 1999 года.

Так, если за период с 01.01.99 г. по 10.05.99 г. объем сделок на КФБ составил 122,0 тыс. сомов, то только с 11.05.99 г. по 1.08.99 г. объем торгов вырос и составил 162 297,4 тыс. сомов, что составляет 99,92% от общего объема торгов, проведенных с начала текущего года.

Индекс средней цены на акции компаний, котирующихся на КФБ за 8 месяцев 1999 г. по сравнению с индексом КФБ за тот же период 1998 г. имел в целом тенденцию к снижению, что было вызвано падением рыночных цен на акции компаний, ценные бумаги которых составляли подавляющую долю капитализации КФБ.

Индекс КФБ по состоянию на 1.08.99 г. составил 80,49 пунктов (на 1.01.99 г. – 122,01; в 1998 г. максимальное значение индекса КФБ составило 330,46 пункта, а минимальное – 110,4 пункта).

На 1.08.99 г. показатель рыночной капитализации КФБ составил 2 387 286 444 сомов (на 01.01.99 г. – 3 368 346 877 сомов).

В числе крупнейших за 8 месяцев 1999 г. были сделки с акциями АО "Кайратбанк" на 129,9 млн. сомов, АО "Аманбанк" на 6,7 млн. сомов, АО "Нур" (г. Джалал-Абад) на 5,1 млн. сомов, АО "Жанар" на 4,3 млн. сомов.

В своей работе НКРЦБ особое значение придает вопросам своевременности рассмотрения и проверки жалоб и заявлений поступивших от акционеров, а также писем от правоохранительных органов.

За 7 месяцев 1999 г. Управлением контроля НКРЦБ было проверено и рассмотрено по жалобам и заявлениям 69 объектов, выявлено 220 нарушений законодательства по ценным бумагам и ущемления имущественных прав акционеров на сумму 2,5 млн. сомов, из которых более 1 млн. сомов подлежало к перечислению в доход бюджета. Из общей суммы выявленных нарушений, в настоящее время восстановлено 1,1 млн. сомов.

Проверкой деятельности АО "Кыргызский камвольно-суконный комбинат" по соблюдению законодательства республики по ценным бумагам установлено 16 нарушений законодательства по ценным бумагам и различных негативных явлений, ущемления имущественных прав акционеров на сумму – 1,8 млн. сомов, и недоперечисленных доходов в государство дивидендов начисленных по акциям принадлежащим государственной доле – 0,2 млн. сомов.

В АО "Каинды Кант" дивиденды, начисленные по итогам работы за 1996-1997 годы в сумме 884,1 тыс. сомов до сегодняшнего дня акционерам не выплачены. Не перечислены дивиденды, подлежащие к перечислению в доход бюджета по акциям, принадлежащих ФГИ в сумме – 735,9 тыс. сомов.

За нарушения законодательства по ценным бумагам приостановлено действие лицензий у двух профессиональных участников РЦБ, у семерых - отозваны лицензии.

В целях ужесточения и наведения правопорядка на рынке ценных бумаг, по всем материалам проверок на устранение выявленных нарушений направлены предписания, а также в соответствии с Кодексом "Об административной ответственности" НКРЦБ наложены административные взыскания на 14 должностных лиц эмитентов ценных бумаг в сумме 37,5 тыс. сомов.

Только за 1-полугодие 1999 года НКРЦБ разработаны и утверждены 17 нормативно-правовых актов регулирующих РЦБ, а с 1992г. около 200 нормативно-правовых актов и 8 законов Кыргызской Республики по вопросам ценных бумаг.

Следует отметить, что в настоящее время в характеристике состояния отечественного РЦБ присутствуют элементы сложности и неоднозначности. С одной стороны на фондовом рынке наблюдаются значительные успехи в вопросе создания законодательной базы, регулирующей ценные бумаги, наличие сложившейся современной инфраструктуры рынка, с другой, - его объективная неразвитость и малый объем. Экономическая ситуация в стране, к сожалению, не позволяет строить излишне оптимистические прогнозы на ближайшее будущее. Очевидно, что в период реализации настоящей КП регулятор и участники РЦБ столкнутся с рядом серьезных проблем, основной из которых будет развитие отрасли в условиях нестабильной экономики.

Значение роли РЦБ для экономики страны до сих пор остается недооцененной обществом. Низкий уровень сбережений у населения и не отлаженная техническая, и законодательная инфраструктура рынка являются сдерживающим фактором его развития. Однако, общие показатели фондового рынка, (такие как, уровень капитализации к ВВП, глубина приватизации, количество АО и акционеров и т.д.) свидетельствуют, что у РЦБ сегодня

имеется значительный потенциал для роста, а при дальнейшей стабилизации в экономике рост может стать впечатляющим.

3. Инфраструктура и профессиональные участники РЦБ

3.1. Развитие и совершенствование инфраструктуры РЦБ

На сегодняшний день вопрос организации инфраструктуры отечественного фондового рынка является одним из наиболее успешно реализуемых НКЦБ и профессиональными участниками направлений развития РЦБ. Вместе с тем, современная ситуация, сложившаяся на РЦБ диктует необходимость в поэтапном принятии конкретных мер, которые обеспечат ее выживание и дальнейшее развитие.

Одним из важнейших шагов в этой работе должны быть рационализация и гармонизация взаимоотношений между всеми элементами инфраструктуры РЦБ. Развитие и совершенствование инфраструктуры фондового рынка должны стать приоритетом в работе регулятора и профессиональных участников РЦБ.

В рамках реализации настоящей КП необходимо создать Учебно-информационный центр (УИЦ), Государственный фонд хранения и обработки информации рынка ценных бумаг (ГФХО).

Появление и успешное функционирование на фондовом рынке новых институтов, таких как паевые, пенсионные, страховые фонды зависит от того, как будут решаться вышеупомянутые задачи

В деле развития инфраструктуры РЦБ приоритет развития должен быть отдан таким ее элементам, как:

- информационные и аналитические службы;
- рейтинговые компании по оценке кредитоспособности предприятий;
- независимых оценщиков;
- компаний оказывающих профессиональные услуги в области investor relations.

На паритетной основе должна быть образована информационная система по фондовому рынку, обеспечивающая доступ к полномасштабной информации о состоянии рынка в целом и организованных площадок в частности. Необходима аккумуляция, обработка и обеспечение доступа к информации, создание мощного информационного рынка.

В частности, информация по выпущенным в обращение ценным бумагам и параметрам эмиссий, финансовая отчетность эмитентов, данные по сделкам с ценными бумагами, независимым аналитическим материалам, рейтингам и другая информация должна быть оперативной и доступной при необходимости принятия самых различных управленческих решений.

Следует в рамках реализации КП рассмотреть вопрос об усилении законодательных требований к обязательному раскрытию информации эмитентами ценных бумаг.

3.2. Профессиональные участники РЦБ

3.2.1. О развитии инвестиционных фондов, брокерско-дилерской деятельности и специализированных регистраторах

Создание в стране финансово крепких ИФ будет содействовать развитию условий для эффективного и надежного использования сбережений граждан, возникновению новых форм инвестирования, обеспечению защиты прав инвесторов и повышению эффективности инвестиционной политики Кыргызстана. Кроме того, развитие ИФ направлено на привлечение инвестиций

на предприятия республики, создание условий для стимулирования накоплений с последующим их инвестированием.

Для достижения этих целей необходимо:

- разработать и реализовать мероприятия по реализации Закона Кыргызской Республики "Об инвестиционных фондах", которые будут являться основой в работе по развитию ИФ, также необходимо привести в соответствие с настоящим законом ряд действующих нормативных документов;
- провести анализ действующих ИФ, не имеющих лицензии НКРЦБ и на основе анализа разработать мероприятия по приведению их деятельности в соответствие с требованиями законодательства, или по реорганизации;
- провести анализ коммерческих организаций, привлекающих денежные средства населения без соответствующей лицензии;
- реализовать программу обучения специалистов, обеспечивающих деятельность ИФ;
- обновить типовые устав ИФ, проспект эмиссии, договор с депозитарием, договор с управляющим, положение об оценке стоимости чистых активов и др. Разработать ряд нормативных документов, таких как положение о временной администрации в ИФ, порядок их реорганизации, документы по лицензированию управляющих компаний, специа-лизированных депозитариев, трансферагентов, кастодианов, типовые нормы годовых и квартальных отчетов для ИФ и иные документы, необходимые для развития правовой основы РЦБ

3.3 Техническое обеспечение торговли ценными бумагами и регистраторская деятельность на РЦБ.

В целях развития технического обеспечения торговли ценными бумагами необходимо осуществить централизацию учета владельцев всех эмиссионных ценных бумаг в ЦД, а также торговли, клиринга и взаиморасчетов по сделкам со всеми финансовыми инструментами (консолидация на торговой площадке КФБ рынков ГКВ, валюты, корпоративных ценных бумаг и прочих финансовых инструментов).

При этом НБКР и Минфин должны выполнять регуляторные функции по отношению к профессиональным участникам РЦБ, в части торговли государственными ценными бумагами и валютами. Кроме того, необходимо разработать правила торговли срочными контрактами.

Необходимо привести системы торговли, клиринга и взаиморасчетов по сделкам с ценными бумагами в соответствие с международными стандартами.

Основными задачами, стоящими перед ЦД являются:

- обеспечение учета и хранения всех ценных бумаг, обращающихся на РЦБ, корпоративных, государственных, выпущенных в материализованной и нематериализованной форме;
- организация централизованного учета всех владельцев ценных бумаг путем создания единой базы данных по их реестрам;
- создание единой учетной системы в ЦД;
- организация клиринга и взаиморасчетов по сделкам с ценными бумагами по принципу "поставка против платежа", в том числе по сделкам с иностранными инвесторами;
- интеграция в международную депозитарную систему и обеспечение выхода на фондовые рынки других стран.

Решив эти задачи будет обеспечена максимальная прозрачность всего РЦБ, созданы условия для надежного и быстрого проведения сделок с ценными бумагами. Это позволит достичь уровня международных стандартов и повысить привлекательность нашего фондового рынка для иностранных инвесторов.

Этот процесс необходимо осуществлять поэтапно, с учетом сложившейся системы специализированных регистраторов, разделения сфер регулирования секторов государственных и корпоративных бумаг, действующего законодательства и т.д.

Учитывая сравнительно небольшое количество всех субъектов РЦБ Кыргызстана деятельность ЦД должна предусматривать совмещение функции кастодиального и расчетного депозитария, т.е. осуществление депозитарной деятельности по хранению и учету ценных бумаг и деятельности по организации и обеспечения расчетов и клиринга денежных обязательств и требований, возникающих из сделок с ценными бумагами.

В вопросе совершенствования процесса регистрации на РЦБ следует принять следующие меры:

- рассмотреть возможность принятия более гибких ставок гербового сбора за регистрацию эмиссий ценных бумаг;
- ужесточить требования, связанные с денежными средствами инвесторов, привлеченными в ходе незавершенной эмиссии ценных бумаг;
- проработать механизм резервирования денежных средств и их своевременного возврата в случае признания эмиссии несостоявшейся.

3.4 Концентрация РЦБ на площадке Кыргызской Фондовой Биржи и в Центральном Депозитарии.

Главным условием принципа концентрации РЦБ на организованной торговой площадке является проведение всех сделок с ценными бумагами через торговую систему КФБ.

Реализуя это условие, следует отметить, что большое количество сделок проводится вне торговой системы, регистрируясь де-факто. КФБ в данном случае выполняет лишь учетную роль, а не выполняет свою основную функцию – соблюдения организованного рынка. По этой причине акционеры и инвесторы не могут получить справедливую стоимость, а котировки могут быть непредсказуемыми. Для устранения данной проблемы необходимо рассмотреть вопрос о запрете проведения брокерами “прямых сделок” со своего счета (случай дилерских операций), все подобные сделки должны заключаться путем подачи рыночных приказов в автоматизированную торговую систему (АТС). В случае брокерских операций со счета клиента брокер обязан информировать клиента о преимуществе совершения сделки через АСТ КФБ.

Принцип концентрации РЦБ на площадке КФБ и в ЦД предполагает организацию проведения всех операций с корпоративными ценными бумагами (включая долговые инструменты), вторичное обращение ГКВ, сделки с безналичной валютой и валютными производными (фьючерсы, опционы,. свопы и т.д.) через КФБ и ЦД. Для решения этого вопроса следует рассмотреть возможность запрета торговли ГКВ и валютой без покрытия в ЦД, т.е. перед тем как выставить приказ на покупку/продажу у участника торгов должны быть задепонированы в ЦД бумаги, валюта или денежное покрытие. На первых порах допуск в секцию ГКВ и валюты будут иметь только коммерческие банки и НБКР, прошедшие жесткие квалификационные требования по достаточности капитала, ликвидности, специальных профессиональных навыков и т.д. для чего

необходимо внести дополнения и изменения в законы "О банках и банковской деятельности", "О рынке ценных бумаг, внутренние документы КФБ и ЦД .

Для реализации принципа концентрации следует предпринять усилия по формированию в ЦД единой информационной базы данных всех акционеров республики на основе номера карточки социального страхования, переводу на счета ЦД корпоративных ценных бумаг принадлежащих государству и Социальному фонду, а также привлечению в ЦД всех институциональных инвесторов. Кроме того, необходимо решить вопросы по обязательному хранению ценных бумаг новых эмиссий в ЦД и их размещению через КФБ, а также обязательному хранению на специальном накопительном счете ЦД денежных средств.

Все собственные активы профучастников и активы под управлением должны храниться в ЦД. В настоящее время, согласно законодательства ИФ обязаны хранить активы в ЦД. Необходимо обязать всех профучастников перевести собственные активы и активы клиентов под управлением (доверительное управление, номинальное держание) в ЦД. Эти меры повысят прозрачность, безопасность и регулируемость РЦБ. Кроме того, повысится реальная загрузка ЦД, что даст возможность дальнейшего совершенствования работы ЦД в плане технологии и процедур.

В рамках реализации КП следует рассмотреть вопрос о проведении всех взаиморасчетов по торговым операциям через ЦД.

4. Инвестиционная привлекательность кыргызских ценных бумаг и совершенствование налогообложения по ним

Для улучшения инвестиционной привлекательности ценных бумаг эмитируемых в республике, необходимо наличие у государства твердых позиций в вопросе проведения макроэкономической политики, напрямую влияющей на объемы и качественные характеристики отечественного фондового рынка.

Государственная политика в области ценных бумаг должна опираться на конкретные мероприятия, направленные прежде всего на стимулирование внутренних инвестиций и сбережений населения, выраженных в ценных бумагах. Очевидно, что при отсутствии активных национальных инвесторов будет трудно рассчитывать на позитивные изменения в области прямых иностранных инвестиций.

Настоящей КП предусмотрена работа по пропаганде и популяризации отечественного РЦБ, которая должна быть в первую очередь направлена на всестороннее раскрытие его возможностей, как инструмента для привлечения инвестиций.

Реализуя принцип – "Инвестиционная привлекательность через открытость" будут приняты меры по созданию в НКРЦБ компьютерной базы данных обо всех АО, осуществляющих предложение ценных бумаг широкому кругу инвесторов с обеспечением доступа каждого инвестора к этой базе.

От успехов в вопросе проведения либерализации налогообложения операций по ценным бумагам во многом зависит дальнейшее развитие РЦБ, его инвестиционная привлекательность. Предпринимая меры по снижению налогового бремени по операциям с ценными бумагами следует исходить из того, что существующая система налогообложения в стране довольно запутанна и неоднозначна. Зачастую налоговые инспектора совершенно различно толкуют

налогообложение ИФ, нерезидентов и физических лиц, а также налогообложение государственных ценных бумаг. Большинство иностранных инвесторов считают невозможным для себя проведение операций с ценными бумагами на территории Кыргызстана, из-за высоких налогов, для сравнения приводя в пример либеральную систему налогообложения по операциям с ценными бумагами в Казахской Республике. Все это вселяет неуверенность в работу профессиональных участников и инвесторов.

В этой связи НКРЦБ и всему сообществу РЦБ необходимо принять исчерпывающие меры по созданию благоприятных условий по налогообложению по операциям с ценными бумагами. Для чего следует четко конкретизировать налогообложение всех видов сборов со всех видов операций и всех субъектов налогообложения на РЦБ, создать рабочую группу из представителей Минфина, ГНИ, НКРЦБ и профессиональных участников для разработки инструкции ГНИ, унифицирующей толкование налогообложения по ценным бумагам.

Для устранения налоговых искажений в торговле ценными бумагами, необходимо изменить Налоговый Кодекс, с тем чтобы устранить налог на репатриацию и налог на прирост капитала по операциям с ценными бумагами, а также совместно с Налоговой инспекцией и Национальным статистическим комитетом подготовить методические указания о порядке налогообложения и статистической отчетности ИФ.

5. Обеспечение прозрачности функционирования и защита прав инвесторов РЦБ

Вопрос обеспечения прозрачности функционирования РЦБ является непременным условием реализации настоящей КП. В Матрице действий настоящей КП сформулированы идеи и механизмы его выполнения.

При этом необходимо отметить, что в настоящее время у НКРЦБ и профессиональных участников РЦБ уже имеется достаточный опыт по раскрытию информации о фондовом рынке. Поэтому в период реализации настоящей КП всем участникам РЦБ предоставляется возможность применения всех своих знаний в этой области и проявления творчества.

Защита прав фондовых инвесторов. является необходимым условием дальнейшего развития отечественного РЦБ. Основные усилия в реализации данного направления будут предприняты посредством разработки и принятия Закона Кыргызской Республики “О защите прав и интересов фондовых инвесторов”. Данный закон должен стать стержнем в работы по решению многих вопросов, связанных с защитой прав фондовых инвесторов. В рамках реализации этого закона НКРЦБ совместно с заинтересованными министерствами и ведомствами будет необходимо приступить к поэтапной работе по созданию Корпорации по защите прав инвесторов.

6. Развитие саморегулируемых организаций

Важную роль в развитии РЦБ должны выполнять СРО (хотя в 1999 г. в США и других “продвинутых” в вопросе развития РЦБ странах наметилась тенденция отхода в практике регулирования фондовым рынком от услуг СРО и их преобразования снова “чисто” в бизнес-компании). СРО устанавливают обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной

деятельности на РЦБ, операционные стандарты проведения сделок по ценным бумагам, осуществляет контроль за их соблюдением. Одной из главных задач СРО должно быть обучение профессиональных участников, формирование общественного мнения о профессиональных участниках.

Развитие взаимодействия между НКРЦБ и профессиональными участниками РЦБ приводит к взаимообогащению профессиональным опытом и навыками, и способствует достижению скорейшего взаимопонимания и уважения друг к другу. Такого взаимодействия можно достичь, прежде всего путем активного участия СРО в советах, комитетах, комиссиях и рабочих группах НКРЦБ и наоборот.

Развитие СРО должно снять с НКРЦБ большую часть нагрузки по надзору за профессиональными участниками, что позволит регулятору сосредоточить свои усилия на вопросах корпоративного управления в АО, регистрации новых эмиссий и т. д.

Знание и понимание специфики работы на фондовых рынках (с точки зрения бизнеса) профессиональными участниками РЦБ является важным условием для обеспечения профессиональной дисциплины и этических норм делового поведения.

Необходимо добиться реального превращения КФБ в СРО, для чегоКФБ должна воспользоваться статусом СРО и значительно усилить регулирование своих членов. Необходимо наладить максимальную прозрачность в работе Биржевого совета, в составлении отчетности, разработать и принять Этический кодекса для брокеров и дилеров, создать Арбитражный комитет. Так же следует значительно усилить санкции к членам КФБ за нарушение Устава, правил и процедур торговли.

На следующих этапах развития СРО требуются пересмотр и внедрение законодательной базы для саморегулирования на фондовом рынке, предусматривающей передачу части регулирующих полномочий и ответственности от НКРЦБ к СРО (лицензирование и выдача квалификационных свидетельств профессиональным участникам РЦБ, проведение инспекционных проверок членов СРО, учреждение постоянно действующего арбитражного комитета при СРО и др.)

7. Развитие законодательной базы РЦБ

В настоящее время можно сделать заключение о том, что РЦБ в достаточной степени регулируется сформированной законодательной базой, состоящей из ряда ключевых законов и почти 200 специальных нормативно-правовых актов. На данном этапе развития законодательной базы РЦБ требуются усилия по доработке и гармонизации созданной правовой основы функционирования фондового рынка республики, снятия имеющихся в законодательстве противоречий. Безусловно эта работа должна проводиться одновременно с продолжением разработки законодательства по вопросам ранее не нашедшим своего отражения в правовой основе РЦБ.

В законотворческой работе НКРЦБ необходимо придерживаться принципа максимального разграничения области применения законов. Возникновение ситуаций, когда одни и те же вопросы дублируются в различных нормативно-правовых актах создает путаницу и сложность в их соблюдении.

НКРЦБ, ее региональным управлениям, КФБ, и вновь организуемым СРО совместно с иностранными консультантами по ценным бумагам

необходимо серьезно поработать над доработкой ряда принятых в недавнем прошлом законов, поскольку отдельные толкования и формулировки отраженные в них устарели на стадии разработки и длительного прохождения в министерствах и Жогорку Кенеше Кыргызской Республики.

Для решения данной проблемы необходимо активно привлекать Экспертный Совет НКРЦБ и профессиональных участников РЦБ к разработке законодательных актов. При этом для активизации деятельности Экспертного совета НКРЦБ следует предусмотреть проведение ежегодных ротаций части его членов.

Особое место, в рамках реализации настоящей КП будет уделено пропагандисткой и разъяснительной работе среди участников РЦБ и населения принятых законов и нормативно-правовых актов НКРЦБ.

8. Государственное регулирование РЦБ

Осуществление государственного регулирования РЦБ является одной из основных функций НКРЦБ и ее региональных управлений.

С каждым годом у развивающегося фондового рынка Кыргызстана появляется все больше характеристик присущих развитым РЦБ, с характерным для них "набором", как положительных, так и отрицательных черт и свойств. В современном мире, возрастающая глобализация и интегрированность финансовых рынков бросают вызов регулированию РЦБ. Поэтому, постепенно вступая в глобальную и интегрированную среду НКРЦБ и появляющиеся на рынке СРО должны быть готовы управлять не только ситуацией на внутреннем рынке, но и международной торговлей, если они хотят обеспечить существование доверительных, эффективных и транспарентных рынков.

Возрастающий глобальный рынок также усиливает взаимозависимость регулирующих органов. Поэтому между регулирующими органами должны быть тесные связи и возможность использовать эти связи. Регулирующие органы также должны иметь доверие друг к другу. Развитию этих связей и доверия будет способствоватьразработка общего набора принципов и целей.

С 1997 г., с момента присоединения НКРЦБ к Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), она получила реальную возможность использовать имеющийся передовой опыт в вопросе регулирования рынка.

Сформулированные и реализуемые IOSCO по данному направлению 30 принципов преследуют реализацию трех следующих целей:

- обмениваться информацией и опытом для продвижения развития внутренних рынков;
- объединить усилия по установлению стандартов и эффективному надзору над сделками с ценными бумагами на международных рынках;
- обеспечить взаимную помощь для сохранения целостности рынков с помощью обязательного применения стандартов и эффективного внедрения законов против правонарушений.

НКРЦБ и ее региональные управления, приступив к реализации настоящей КП будут стремиться к достижению вышеуказанных целей. Безусловно, на эту работу потребуются многие годы, и в большей степени успехи здесь будут зависеть от развития кыргызского РЦБ, однако для республики является крайне важным, что уже сегодня в КП ставятся задачи

способствующие решению проблемы регулирования РЦБ по мировым стандартам.

Одновременно, в целях проведения эффективной работы по регулированию РЦБ необходимо решить следующие основные задачи:

- эффективно использовать механизмы саморегулирования РЦБ;
- развивать и обеспечивать функциональное регулирование в сочетании с институциональным регулированием по вопросам организации надзора за деятельностью профессиональных участников РЦБ;
- защищать интересы мелких инвесторов, форм коллективных инвестиций при развитии системы саморегулирования РЦБ;
- развивать инфраструктурные организации, способствующие созданию дополнительных условий для регулирования рынком;
- развивать конкуренцию на рынке;
- создать Государственный фонд хранения и обработки информации РЦБ;
- обеспечить принцип ровного поля для всех участников РЦБ;
- обязать прохождение аудита всеми АО и профессиональными участ-никами РЦБ на ежегодной основе, для чего НКРЦБ должна разработать и принять соответствующее постановление;
- наладить отчетность на КФБ (на ежегодной или более частой основе) о принятых важных решениях и результатах их исполнения всеми членами. Для чего следует разработать положение об отчетности КФБ перед НКРЦБ, которое будет регламентировать срочность, структуру и объем предоставляемой информации. Это позволит улучшить работу администрации и инспектора КФБ, т.к. будет минимально сокращены контакты и время на сбор информации;
- усилить контроль и санкции в работе по отслеживанию вопросов соблюдения своевременности и достоверности предоставляемой информации со стороны эмитентов и брокеров. В идеале, КФБ должна собирать информацию самостоятельно и во время. Внутренние санкции КФБ также должны быть достаточно жесткими и в обязательном порядке применяться к нарушителям. Выполнению этого должны способствовать разработка и принятие Этического кодекса брокеров и дилеров, положение о листинге, а также возможные изменения в законы регламентирующие раскрытие информации;
- НБКР и ФГИ. обеспечить правовую и техническую возможность дилерам и брокерам осуществлять интервенцию в любое время текущей торговой сессии, для чего внести дополнения в Устав КФБ.

9. Приватизация

Важным вопросом КП, требующим скорейшего решения является начало приватизации государственной доли предприятий через КФБ и ЦД, как основного инструмента способствующего оживлению РЦБ.Кроме того, это будет способствовать ускорению приватизации стратегических объектов в республике.

Решение данного вопроса возможнодвумя путями.

- Первый путь - это продажа акций предприятий с государственной долей ниже 30%. Согласно Указу Президента Кыргызской Республики “О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг” от 10.05.1999 г. пакеты акций предприятий с государственной долей ниже 30% должны

быть реализованы через КФБ, с обязательной передачей ФГИ акций в ЦД. Для чего необходимо согласовать схему продажи и взаиморасчетов между ФГИ, КФБ и ЦД.

- Второй путь - это продажа акций предприятий с государственной долей более 30% и акций предприятий-монополистов. В подавляющем большинстве это стратегические предприятия, которые в будущем будут проданы методом инвестиционного тендера без участия КФБ. Однако после проведения тендеров по продаже крупных пакетов акций для стратегических инвесторов необходима продажа небольших пакетов через КФБ

В интересах поступления дохода в бюджет такая схема выгодна для государства, т.к. цена акций на рынке всегда значительно выше, чем на тендере. Объясняется это тем, что стратег по условиям тендера берет на себя инвестиционные обязательства и, соответственно, требует скидку в цене или занижает тендерную цену акций. Кроме того, рынок обычно благоприятно реагирует на уменьшение государственной доли и повышает цену акций после тендера на вторичном рынке. Например, после продажи стратегу Кыргызтелекома ФГИ или Соцфонд мог бы реализовать 3-5% акций через КФБ небольшими траншами по 0,1-0,2%. Для решения второго пути необходимо добиться принятия соответствующего Указа Президента Кыргызской Республики или постановления Правительства Кыргызской Республики.

НКРЦБ совместно с КФБ, в качестве приоритетов своей деятельности, необходимо разработать Национальную программу "Голубые фишки Кыргызстана" в которой предусмотреть ускорение процесса приватизации стратегических объектов и внести на рассмотрение Правительства Кыргызской Республики. В Казахстане достаточно успешно действует принятая два года назад аналогичная программа.

Приватизация государственных пакетов акций с последующей их продажей через КФБ, а также разработка и реализация Национальной программы "Голубые фишки Кыргызстана" станут основными мероприятиями, на которых будет строиться политика приватизации способствующей развитию РЦБ.

10. Осуществление надзора за РЦБ

Работа по осуществлению надзора за РЦБ является приоритетом в деятельности НКРЦБ и ее региональных управлений. Следует особо отметить в этом вопросе возрастающую роль региональных управлений.

Идеология продолжения работы в данном направлении будет заключаться в реализации коллективных усилий регуляторов фондового рынка по совершенствованию форм и методов надзора за деятельностью эмитентов ценных бумаг и профессиональных участников РЦБ.

В рамках действий по реализации КП следует усилить работу по профилактике нарушений по ведению и хранению реестра акционеров, проведению общих собраний акционеров и ущемлению имущественных и неимущественных прав акционеров, ущемлению интересов и прав инвесторов, при выпуске и размещении акций в период приватизации.

В свете реализации Указа Президента Кыргызской Республики "О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг" от 10 мая 1999 года возрастает надзорная роль Управления контроля НКРЦБ.

Осуществление контроля за соблюдением выполнения профессиональными участниками РЦБ положений данного Указа должно быть главной задачей контролеров НКРЦБ и ее региональных управлений.

В деятельности по надзору за РЦБ будет возрастать роль возможности регулятора осуществлять оперативную и качественную оценку ситуации о совершенных на РЦБ нарушениях законодательства по ценным бумагам. Для чего в НКРЦБ и ее региональных управлениях на ежемесячной основе должна быть разработана компьютерная программа по составлению информационно-надзорной карта о всех нарушениях на РЦБ, с помощью которых будут проводиться анализ, составляться рациональные планы проверок и проводиться оперативное реагирование на все жалобы и заявления поступившие в НКРЦБ.

НКРЦБ и ее региональным управлениям необходимо совер-шенствовать механизм эффективного применения Кодекса "Об административной ответственности" к нарушителям законодательства по ценным бумагам.

В течение второго и третьего года реализации КП будет необходимо приступить к разработке нормативных актов регулирующих вопросы по применению санкций за манипулирование на рынке ценных бумаг, мошенничество через Интернет.

11. Подготовка специалистов РЦБ, проведение конференций и семинаров

В целях обучения знаниям и повышения профессионального уровня профессиональных участников и регуляторов РЦБ, в ближайший год-полтора НКРЦБ необходимо создать Учебно-информационный центр (УИЦ). Деятельность УИЦ в основном будет осуществляться на платной основе, в рамках его деятельности необходимо организовать курсы подготовки и переподготовки специалистов РЦБ. В рамках этой работы необходимо разработать непрерывные обучающие программы для профессиональных участников РЦБ, а также сотрудников НКРЦБ и ее региональных управлений.

НКРЦБ должна решить вопрос о постепенном повышении квалификационных требований для профессиональных участников и регуляторов РЦБ.

В течение срока действия настоящей КП, НКРЦБ совместно с заинтересованными министерствами и ведомствами, профессиональными участниками РЦБ, корпорацией "Прагма" (USAID), международными финансовыми организациями и иностранными консультантами по вопросам ценных бумаг будет организовывать и проводить конференции и семинары по развитию РЦБ, в частности по вопросам регулирования деятельности ИФ, проведения собрания акционеров, разработки и внедрения стандартов бухгалтерского учета в АО республики, определения стоимости чистых активов в ИФ, структуры управляющих компаний, их функций и т.д.

НКРЦБ приложит все усилия по продолжению сотрудничества со Всемирным банком, другими авторитетными финансовыми организациями в проведении 2-ой международной и возможно последующих конференциях по проблемам развития РЦБ.

12. Новые направления в деятельности НКРЦБ и профессиональных участников РЦБ

12.1. Международное сотрудничество

В период реализации предыдущей программы развития РЦБ (1997-1998 гг.) НКРЦБ и профессиональными участниками фондового рынка были достигнуты достаточно весомые результаты в вопросе развития международного сотрудничества. Уровень продвинутости в этом вопросе крайне важен для развивающегося РЦБ, поскольку достижения в этой области, а именно интеграция в международную систему фондовых рынков, позволяют отечественному РЦБ быстро продвигаться вперед. Суть отдельных ситуаций, возникающих на отечественном рынке, вполне может быть повторением развития аналогичных событий на фондовых рынках других стран.

Своевременное изучение и извлечение полезных уроков из опыта развития фондовых рынков других стран позволяет экономить финансовые средства и массу усилий, направляя их по "проторенным тропинкам" уже зарекомендовавших себя, как устойчивые, зарубежных систем фондовых рынков.

В целях дальнейшего развития международного сотрудничества, в Матрице действий настоящей КП сформулированы основные меры, выполнение которых будет способствовать успешной реализации целей НКРЦБ в данном вопросе. Прежде всего к ним относятся, действия НКРЦБ и профессиональных участников РЦБ по взаимному сотрудничеству в деле развития рынков ценных бумаг в рамках ЦАЭС, заключенных соглашений между НКРЦБ, КФБ и Казахстаном, Россией, Турцией и др. странами. Особенно важным для НКРЦБ является сотрудничество с Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) начатое с 1997 года и успешно проводимое в настоящее время. Умелое применение свода принципов этой авторитетной международной организации предоставляет НКРЦБ безграничные возможности для развития отечественного РЦБ. Также большой школой для НКРЦБ в вопросе приобретения передовых знаний в сфере ценных бумаг служит изучение докладов "Группы 30" – Независимой группы экспертов по вопросам международной финансовой системы.

12.2. Автоматизация и компьютеризация РЦБ

Предполагаемые действия НКРЦБ и профессиональных участников РЦБ в этом вопросе не требуют дополнительных комментариев в тексте самой КП, поскольку они достаточно четко сформулированы в Матрице настоящей КП.

В настоящее время для всех участников РЦБ является очевидным, что без немедленного начала работ по созданию компьютерных программ и систем обеспечивающих прозрачность, надежность, регулируемость РЦБ, без широкого доступа к сети Интернет, было бы наивно рассчитывать на успехи в развитии отечественного рынка ценных бумаг. Поэтому НКРЦБ приложит все свои усилия для реализации намеченных целей в этом вопросе и привлечет к работе специалистов корпорации "Прагма", а также финансовую помощь от Азиатского Банка Развития.

НКРЦБ и профессиональные участники РЦБ должны в буквальном смысле слова нещадно эксплуатировать имеющуюся в их распоряжении компьютерную базу. Компьютеры должны помогать развитию РЦБ, а не быть дорогой игрушкой в неумелых руках. Во избежание этого, в КП предусмотрены меры по поэтапному обучению работе с компьютерами всех участников РЦБ.

12.3. Содействие проведению пенсионной реформы

В течение 1998-1999 годов Президентом и Правительством Кыргызской Республики были даны поручения ряду министерств и ведомств, в т.ч. и

НКРЦБ, по оказанию содействия Социальному фонду Кыргызской Республики в вопросе проведения пенсионной реформы.

НКРЦБ в рамках настоящей КП предпримет усилия в этом вопросе по следующим направлениям:

- оказание практической помощи Соцфонду Кыргызской Республики в работе по эффективному управлению портфелем государственных пакетов акций переданных ему согласно Указу Президента Кыргызской Республики ФГИ Кыргызской Республики;
- активное участие в разработке законопроекта "О негосударственных пенсионных фондах" и после его принятия – в совместной работе по созданию негосударственных (частных) пенсионных фондов (далее НПФ) на территории республики.

Реформа пенсионной системы Кыргызстана предполагает создание в ближайшее время двухсистемной пенсионной обеспеченности, состоящей из обязательного государственного социального страхования и добровольного пенсионного страхования.

Необходимость создания НПФ объясняется тем, что с их помощью будет можно охватить доходы граждан, превышающие введенное ограничение по суммам, подлежащим обложению обязательными страховыми взносами.

Кроме того, за последние годы произошли значительные изменения в структуре занятости населения. Увеличилось количество граждан занятых в недостаточно контролируемых государством секторах экономики и не уплачивающих обязательные страховые взносы. По достижении пенсионного возраста, на эту категорию граждан не будет распространяться государственное пенсионное обеспечение.

Другой причиной необходимости создания НПФ является то, что в республике отсутствует механизм долгосрочного сбережения. Несмотря на то, что в настоящее время существуют различные финансовые учреждения, обеспечивающие сбережения на короткие сроки, многие из них не пользуются доверием у населения.

НПФ – не является организацией социального обеспечения в общепринятом смысле. НПФ не предусматривает выплату периодических пособий вместо заработной платы. Негосударственная пенсия, выплачиваема НПФ, является частично отложенным доходом, и рассчитывается в зависимости от размеров уплаченных взносов в НПФ и инвестиционного дохода, выплачиваемых при наступлении обязательств, при которых наступает право гражданина на получение негосударственной пенсии. При этом отсутствует принцип солидарного перераспределения накопленных средств.

НКРЦБ считает, что вопрос создания в республике сети НПФ требует скорейшего законодательного обеспечения, формирования у населения нового мировоззрения на проблему материального обеспечения в старости с учетом рыночных отношений. В свою очередь, создание сети НПФ будут стимулировать рост сбережений населения и развития внутреннего фондового рынка.

Опыт работы в Казахстане по созданию сети НПФ может служить для Кыргызской Республики положительным примером. Именно НКРЦБ Казахстана являлась локомотивом продвижения пенсионной реформы и именно благодаря этой реформе наши соседи сегодня имеют значительные достижения на финансовом рынке.

12.4. Внедрение международных стандартов бухгалтерского учета

Разработка, утверждение и внедрение на всех предприятиях республики международных стандартов бухгалтерского учета (далее МСБУ) является фундаментальным делом, как для развития сектора предприятий, так и для развития финансового сектора в целом.

НКРЦБ, ее региональные управления, КФБ, ЦД, ассоциации профессиональных участников РЦБ должны принять активное участие в этой работе, непосредственно содействуя внедрению МСБУ.

НКРЦБ считает, что основную роль в этой работе должна выполнять специально образованная Правительством Кыргызской Республики профессиональная организация бухгалтерского учета. Работа по внедрению МСБУ в республике может быть начата лишь после их одобрения Государственной Налоговой Инспекцией Министерства финансов Кыргызской Республики.

Регулятор РЦБ, в рамках реализации КП на базе вновь созданного Учебно-информационного центра начнет работу по обучению профучастников РЦБ и населения республики МСБУ.

12.5. О развитии страховых компаний в Кыргызской Республике

НКРЦБ будет содействовать разработке и принятию законодательной базы, способствующей активизации развития в Кыргызстане страховых компаний. Предполагается, что это будет новый закон по созданию системы мандатного страхования, в котором будет предусмотрен механизм защиты от значительных рисков таких, например, как дорожно-транспортные происшествия. В настоящее время Правительство Кыргызской Республики проводит интенсивную работу в этом вопросе, предоставив на рассмотрение Жогорку Кенеша Кыргызской Республики нормативные изменения в Налоговый Кодекс, предусматривающие устранение 20% НДС на премии; создание страхового резервного фонда для частных компаний и механизм для определения страховых премий, как расходов, начисляемых на налогооблагаемый доход, согласно международных стандартов.

Структура положения по сектору страхования будет укреплена посредством развития соответствующих директив и стандартов, включая отчетность, бухгалтерию, аудит и административные нормы, инвестиционные руководства и другие условия в соответствии с лучшими стандартами, применяемыми в мировой практике. Способность наращивания сектора будет осуществляться через внутренние обучающие программы по страхованию персонала, занятого в промышленности для укрепления навыков по вопросам актуарного анализа, управленческого риска, оценки, страхования, инспектирования, калькуляции цен и регулировке.

Процесс развития страхового бизнеса в республике, в качестве перспективного и пограничного к деятельности фондового рынка направления, будет входить в сферу интересов регулятора РЦБ

13. Развитие партнерских взаимоотношений между НКРЦБ, профучастниками РЦБ, заинтересованными министерствами и ведомствами

Работа в этом вопросе является крайне важной для поступательного развития РЦБ, без координации взаимодействия на финансовом рынке республики будет невозможно добиться каких-либо успехов.

Составные макроэкономической политики проводимой государством, а именно: налоговая, монетарная и финансовая, обуславливающие успешное развитие фондового рынка, тесно взаимосвязаны между собой.

Поэтому, для разработки и претворения в жизнь эффективной КП необходимы тесное сотрудничество и координация действий между НКРЦБ и различными министерствами и ведомствами, включая НБКР, Минфин, ФГИ, Госкоминвест, ЦКР, Аппарат Премьер-министра, Администрацию Президента Кыргызской Республики и др.

НКРЦБ и ее региональные управления будут проводить постоянную и целенаправленную работу по взаимодействию со всеми заинтересованными в развитии РЦБ сторонами. Для достижения этой цели будут использоваться такие формы консолидации, как проведение совместных конференций и семинаров, консультаций и широких обсуждений по вопросам, входящим в сферу интересов сторон.

Главным в этой работе должно быть неукоснительное соблюдение всеми сторонами принципов справедливости, толерантности и открытости. Для чего НКРЦБ необходимо разработать и подписать со всеми заинтересованными в развитии РЦБ сторонами Соглашение о сотрудничестве.

14. Принципы деятельности и совершенствование структуры НКРЦБ и ее региональных управлений

Особенности регуляторной деятельности на фондовых рынках предопределены общими характерными чертами этих рынков, а именно наличием системных рисков и требованиями к открытости информации.

Исходя из этого сама НКРЦБ и ее региональные управления объективно должны стать неотъемлемой и органичной частью общей программы экономического развития Кыргызстана, реализуя КП выполнять роль ключевого звена в деле развития РЦБ.

Целостность и эффективность реализации поставленных в КП задач станет гарантом ее практического выполнения.

Основными задачами НКРЦБ в вопросе развития фондового рынка являются: обеспечение его целостности, справедливости и эффективности.

Целостность РЦБ подразумевает:

- наличие и развитость необходимых финансовых институтов, составляющих его инфраструктуру, а также эффективное взаимодействие между ними;
- соблюдение требований для поддержания кредитоспособности финансовых институтов, что в свою очередь обеспечивает доверие к финансовой системе государства;
- обеспечение эффективной и стабильной системы учета владельцев ценных бумаг на всех уровнях, а также систем клиринга и взаиморасчетов по сделкам с ценными бумагами, защищающей инвесторов от рисков;
- предотвращение мошенничества, манипуляций, инсайдерской торговли и других недобросовестных действий, нарушающих целостность рынка;
- достижение баланса между требованиями регуляторов рынка и потребностями/возможностями его профессиональных участников;
- отсутствие законодательных противоречий.

Справедливость, также является одним из ключевых условий, поддерживающих доверие инвесторов к фондовому рынку. Без должной защиты инвесторов и открытости информации развивающийся фондовый рынок будет

испытывать серьезные трудности в привлечении инвестиций. Справедливость на РЦБ важна не только по социальным и политическим соображениям, она также служит целям достижения целостности рынка и достигается за счет:

- свободной конкуренции между профессиональными участниками РЦБ, обеспечения их равных прав и свобод. В том числе обеспечения принципа ровного поля на фондовом рынке, когда государство выступает одним из его участников;
- доступности финансовых инструментов для широкого круга инвесторов, включая мелких и менее опытных;
- равных прав инвесторов и возможности их отстаивать в законном порядке. Строгого соблюдения принципов корпоративного управления эмитентами;
- одинаковых налоговых ставок на инвестиционные доходы внутренних и зарубежных инвесторов. Отсутствия двойного налогообложения операций с ценными бумагами.

Эффективность подразумевает способность финансового сектора выполнять свою основную задачу - обеспечивать мобилизацию финансовых ресурсов и привлекать инвестиции в наиболее перспективные проекты и предприятия. Эффективность невозможна без целостности рынка и его справедливости. Необходимо учитывать, что свободная конкуренция является самым лучшим средством достижения эффективности.

Эффективность также требует открытости наиболее полной и достоверной информации о деятельности эмитентов и фондовых рынков. Поэтому, регулятор РЦБ должен обеспечить наличие и выполнение всех законодательных и нормативных требований, касающихся раскрытия информации.

Достижению эффективности в немалой степени содействует упрощение условий регистрации и размещения новых эмиссий ценных бумаг, новых финансовых инструментов.

Системный риск присущ как большим, так и малым фондовым рынкам. Одним из наиболее распространенных системных рисков присущих небольшим, развивающимся фондовым рынкам является наличие высокой степени изменчивости цен и большой разницы между ценами покупки и продажи. Это может быть обусловлено малой капитализацией рынка, низкой ликвидностью ценных бумаг, а также недостатками существующих торговых систем.

Поэтому, важной задачей регулятора РЦБ должно быть создание таких условий и правил торговли ценными бумагами, которые обеспечивали бы наименьший разрыв в ценах. Содержание и дизайн торговых, клиринговых и расчетных систем должны удовлетворять этой потребности.

Все вышеперечисленные принципы должны являться основой при построении законодательной базы РЦБ.

Работа по совершенствованию структуры НКРЦБ и ее региональных управлений будет постоянно находиться в процессе обновления и переустройства, поскольку на нее прямо воздействует состояние реальной экономики. В тоже время, увеличение или уменьшение количества структурных подразделений НКРЦБ не могут иметь прямой зависимости от состояния ситуации на РЦБ. Это объясняется тем, что цели развития РЦБ на долгосрочную перспективу, объективно требуют не только постоянного переустройства, но и расширения количества институтов и подразделений образующих инфраструктуру РЦБ.

В настоящее время, НКРЦБ еще не удалось, за счет улучшения качества (рост профессионализма у большинства участников РЦБ) полноценно и оперативно решать массу новых вопросов закономерно возникающих на развивающемся РЦБ.

В этой ситуации для НКРЦБ будет важным принятие верных и объективных решений по определению достаточности количества сил и их умелой расстановки по всем участкам РЦБ.

Грамотно проводимая НКРЦБ политика по подбору, обучению и расстановке кадров в ее системе, будет выполнять роль ключевого звена в работе по структурному совершенствованию. Этому в большей мере будет способствовать работа по обучению персонала НКРЦБ и ее региональных управлений проводимая на базе созданного в 2000 г. Учебно-информационного центра.

НКРЦБ в работе с кадрами будет применять такие формы, как ротация специалистов в системе Национальной комиссии и ее региональных управлений, внедрение системы найма на работу сотрудников по контракту и др.

НКРЦБ будет стремиться к поэтапному изменению статуса ее комиссионеров по принципу устройства SEC в США

15. Механизм реализации Комплексной программы

Инструментом управления реализацией КП является Матрица действий, в которой собраны воедино все наиболее значимые идеи способствующие развитию РЦБ, установлены приоритеты, расставлены временные пороги, назначены исполнители.

Работа по реализации КП будет осуществляться НКРЦБ совместно с со всеми заинтересованными в его развитии сторонами, причем крайне важно, чтобы работа по выполнению действий, составляющих настоящую матрицу, была прозрачной, а это значит, что НКРЦБ должна быть обеспечена возможность проведения широких взаимных консультаций и установлена строгая подотчетность при выполнении действий.

Настоящий механизм реализации КП предусматривает возможность внесения дополнений и изменений (обоснованных и необходимых) в текст основной части КП и матрицы действий, утвержденных постановлно не чаще одного раза в год.

16. Список сокращений

АО - акционерное общество
АОЗТ - акционерное общество закрытого типа
АООТ - акционерное общество открытого типа
БК - брокерская контора
ГАО - государственное акционерное общество
ГКВ - государственные казначейские векселя
ГКО - государственные казначейские обязательства
ГНИ - Государственная налоговая инспекция при Министерстве финансов Кыргызской Республики
Группа 30 - Независимая группа экспертов по вопросам международных финансовых систем
ГФХО - Государственный фонд хранения и обработки информации РЦБ

ЗАО - закрытое акционерное общество
ИФ - инвестиционный фонд
КФБ - Кыргызская фондовая биржа
КП - Комплексная Программа
КБ - коммерческий банк
Минфин - Министерство финансов Кыргызской Республики
МСБУ - международные стандарты бухгалтерского учета
НПФ - негосударственный пенсионный фонд
НПФ - негосударственные пенсионные фонды
НСР - независимый специализированный регистратор
НБКР - Национальный банк Кыргызской Республики
НКРЦБ - Национальная комиссия по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики
ОсОО - общество с ограниченной ответственностью
РЦБ - рынок ценных бумаг
Соцфонд - Социальный фонд Кыргызской Республики
СМИ - средства массовой информации
СРО - саморегулируемая организация
СИФ - специализированный инвестиционный фонд
УИЦ - учебно-информационный центр НКРЦБ
ФГИ - Фонд Государственного Имущества
ЦКР - Центр по корпоративному развитию при Аппарате Премьер-министра Кыргызской Республики
ЦД - ЗАО Центральный депозитарий
IOSCO - Международная организация комиссий по ценным бумагам
USAID - Американское Агентство по Международному Развитию

Девять рекомендаций "Группы тридцати"(G30)

№ 1. Полная сверка деталей сделок между прямыми участниками рынка (брокерами, дилерами, прочими членами биржи) должна быть произведена до (Т + 1)-го дня (первый рабочий день после даты заключения сделки).

№ 2. Косвенные участники рынка (взаимные фонды, пенсионные фонды, страховые компании) или любой контрагент, не являющийся брокером/дилером, должны участвовать в работе системы сверки деталей сделок и должны подтвердить детали сделки.

№ 3. В каждой стране должен существовать эффективный центральный депозитарий ценных бумаг, который организован и управляется таким образом, чтобы в его работе принимали участие (прямо или косвенно) как можно больше представителей рынка ценных бумаг.

№ 4. В каждой стране должны изучать рыночные объемы и участие, чтобы определить, следует ли для снижения риска и увеличения эффективности использовать систему неттинга. Если неттинговая система будет признана как удачное решение, ее следует применить.

№ 5. Поставка против платежа (ППП) должна применяться в качестве метода расчета по всем трансакциям, связанным с ценными бумагами (ППП — одновременное перссечение ценных бумаг и средств, поступивших для их оплаты).

№ 6. Платежи, касающиеся расчетов по трансакциям, связанным с ценными бумагами, а также с обслуживанием портфелей ценных бумаг, должны производиться последовательно по всем инструментам и рынкам путем применения "средств, поступающих в день заключения сделки".

№ 7. Скользящая система расчетов (каждому дню заключения сделки соответствует определенный расчетный день) должна применяться на всех рынках. Окончательный расчет должен производиться не позднее (Т + 3)-го дня (третий рабочий день после даты заключения сделки).

№ 8. Предоставление и получение кредита в виде ценных бумаг должно поощряться в качестве метода ускорения расчетов при трансакциях с ценными бумагами. Законодательные и налоговые барьеры, которые мешают кредитованию ценными бумагами, должны быть устранены.

№ 9. В каждой стране должны быть приняты стандартные форматы для трансакций по ценным бумагам, разработанные Международной организацией по стандартизации. Особенно важно использовать систему нумерации ISIN для ценных бумаг в международных трансакциях.

Комментарии Джеймса Миллера, вице-президента компании Securities Brokerage Services, Inc. Нью-Йорк, к рекомендациям группы G30

Новые расчетные системы: звуков фанфар не слышно

Развитие международных финансовых рынков побудило инвесторов к поиску новых путей максимизации прибыли. На рынках появились новые инструменты, которые удовлетворили потребность одних инвесторов (дериваты привлекли некоторую часть инвестиционного капитала), другие инвесторы предпочитают вкладывать средства в иностранные рынки и рассматривают возможность покупки ценных бумаг в других странах.

Хотя нельзя исключить волатильность рынков, частота колебаний на некоторых из них незначительна. Инвесторы с крепкими нервами рассматривают иностранные рынки как место потенциально значительного роста. Эти инвесторы не возражают против заметного колебания цен. Кроме того, их не пугают колебания курсов.

Ищет ли инвестор безопасных путей вложения капитала или ему нужен высокий доход, он всегда сталкивается с проблемой, которая усложняет инвестирование в экономику других стран, — это риск, связанный с расчетной системой иностранных рынков. Система расчета в отдельных странах так же непонятна, как язык этой страны.

Например, расчет производится раз в месяц. Если расчет не произведен в указанный день, приходится ждать еще месяц. Непоставка ценных бумаг брокером продавца может затянуться на годы. В течение двух лет возможность расчета возникала только 24 раза. Представьте себе лицо инвестора через год после оплаты покупки, когда он узнает, что продать ценные бумаги не удастся, потому что они еще не получены кастодиальным банком. Кто захочет платить за товар сегодня, зная, что он будет поставлен через год?

Для устранения барьеров международной торговли представители 30 рынков объединили свои усилия и в 1978 г. организовали «Группу тридцати» (G30). Она была сформирована как независимая, беспартийная, некоммерческая организация. Ее цели:

углубление понимания международной экономики и финансовых вопросов;

изучение влияния на международные отношения решений, принятых в частном и общественном секторах;

изучение вариантов решений, находящихся в распоряжении лиц, определяющих политику рынка.

Однако в течение первых десяти лет G30 бездействовала. Только в 1988 г. более 100 лидеров экономических и финансовых кругов собрались в Лондоне для обсуждения практики расчетов на развитых рынках мира. Лидеры пришли к выводу, что процедура расчетов, применяемая в различных странах, требует пересмотра и улучшения. Особенно это касается контроля рисков и эффективности расчетов. Неэффективная система расчетов дорогостояща, высокие риски означают недостаточность инвестиций.

Было решено на начальном этапе создать глобальную клиринговую корпорацию для расчетов по международным сделкам. Это прерасное решение оказалось неприемлемым. Представим себе, что все договорились о создании стандартного расчетного календаря. В одной из стран наступил праздник, банки закрыты. А в других странах — рабочий день.

Участники встречи согласились с тем, что желательно разработать стандарты, которые будут использоваться во всех странах при разработке расчетных систем. Было решено сформировать комитеты, состоящие из представителей различных стран, которые разработают конкретные рекомендации по улучшению процедуры международных расчетов. В марте 1989 г. G30 опубликовала отчет, впервые обнародовав девять рекомендаций по повышению эффективности расчетных и клиринговых систем и снижению риска.

Отчет был опубликован в наиболее благоприятный для рынков момент. Примерно в то же время во многих странах изменилась экономическая структура. Каждую неделю открывались новые фондовые рынки, которые могли воспользоваться рекомендациями. Кстати, рынкам, участвовавшим в разработке рекомендаций, выполнить их было сложнее, чем развивающимся.

Для выполнения девяти рекомендаций старые рынки должны были изменить (или отменить) множество правил, привычек и традиций. Для использования рекомендаций в расчетных системах требовались порой месяцы и годы проверки и тестирования. Развивающиеся же рынки с момента своего зарождения использовали эти стандарты без особых хлопот. Фанфары, кстати говоря, звучали по поводу открытия новых рынков, а не по поводу новых систем.

Прежде чем перечислить рекомендации, подробно охарактеризовать каждую из них, следует отметить, что почти все они были разработаны с указанием сроков выполнения. Хотя сами стандарты были несомненно удачными, сроки выполнения были нереальными. Все надеялись на внедрение стандартов к 1993 г. К тому времени, когда были опубликованы все стандарты, никто не осознавал, как сложно выполнить каждый из них. Некоторые рынки уже применяли большую часть расчетных стандартов, другие должны были сначала избавиться от существующих систем и только затем внедрить новые стандарты. Таким образом, каждую рекомендацию следовало рассматривать индивидуально и выполнять отдельно.

Попытка изменить все традиции расчета за один день привела бы к шоку участников рынка. В Соединенных Штатах, например, оставалось применить только два стандарта. Тем не менее один из них был внедрен только в июне 1995 г., а второй — в феврале 1996 г. Поскольку ни один рынок не может закрыться на несколько дней или недель для внедрения изменений, каждый стандарт должен быть полностью протестирован, для того чтобы его внедрение не вызвало разрушения системы.

Рекомендация № 1

Полная сверка деталей сделок между прямыми участниками рынка должна быть произведена до (Т + 1)-го дня.

Возможно, основная причина появления этой рекомендации заключается в том, что «по несверенным сделкам не производят расчета». Если покупатель и продавец не могут прийти к согласию о деталях контракта, который они заключили, они не рассчитаются по этому контракту. В каждой сделке существует множество деталей, которые следует сравнить. Я перечислю все возможные элементы, но не все они имеют место в каждой сделке. В одной из рекомендаций предложено производить расчет до (Т + 3)-го дня. Если детали сделки не удается сравнить до (Т + 1)-го дня, расчет до (Т + 3)-го дня, конечно, невозможен.

Идентификационный номер покупателя. Прямым участникам рынка присваиваются уникальные идентификаторы. Они могут быть в форме короткого названия брокерской фирмы или клирингового номера для каждого прямого участника рынка. Даже если в системе не предусмотрены такие идентификаторы, необходимо, чтобы продавец знал, кто является покупателем. Это нужно для того, чтобы информацию продавца сравнить с информацией, поступившей с биржи или из другой организации, которая являлась посредником в осуществлении трансакции.

Процесс сверки может производиться работниками брокерской фирмы, если расчет производится по каждой сделке, или клиринговой корпорации, если клиринг в системе производится на неттинговой основе. Как бы не производилась сверка деталей трансакции, брокерская фирма-продавец должна знать, что ее контрагент — это та фирма, которая указана биржей.

Идентификационный номер продавца. Покупателю тоже нужно подтверждение того, что продавший контрагент известен ему и понимает, что является контрагентом данной сделки. Начальная фаза сравнения деталей сделки считается завершенной, когда и покупатель, и продавец согласны с тем, что конкретный продавец и покупатель являются контрагентами данной сделки.

Идентификационный номер клиента. Хотя в большинстве стран клиент, от имени которого заключается сделка, известен только брокеру — исполнителю заявки, не исключено, что некоторые системы используют информацию клиента в клиринге. Если это так, то брокер покупателя и брокер продавца должны гарантировать, что идентификационный номер клиента известен в системе. В противном случае процесс сравнения деталей сделки может быть усложнен.

Идентификационный номер бумаги и количество купленных ценных бумаг. Детали сделки не будут сверены, пока контрагенты не пришли к единому мнению о том, какая акция или облигация была куплена (продана) и в каком количестве. Если эта информация не подтверждена в процессе сверки, расчет не будет произведен или будет отложен. Этот результат неприемлем для обоих контрагентов, а также и для их кдиенов.

Цена акции или облигации и валюта, которая используется для расчета. Если сделка заключена между брокерами одной страны на местной бирже, то расчет производится, как правило, в валюте той же страны. Однако, если один из контрагентов находится за пределами страны, необходимо, чтобы обе стороны договорились о том, в какой валюте будет произведен расчет. В любом

случае и покупатель, и продавец должны подтвердить цену, по которой будет произведен расчет.

Общая сумма сделки. Обычно эта сумма определяется путем умножения цены одной акции (облигации) на количество акций (облигаций).

Варианты сделок и расчета. На большинстве рынков почти все сделки и расчеты производятся в «обычном» формате. Например, продавцу принадлежала проданная акция и она готова к поставке покупателю через три рабочих дня в обмен на заранее оговоренную сумму. На рынках, где возможны исключения, следует определить другие варианты расчета. Инвестор «продал коротко» (продал акции, которые ему не принадлежат) или по определенным причинам покупатель и продавец договорились, что окончательный расчет будет произведен до (или после) даты, принятой в качестве нормы. Оба контрагента должны подтвердить, что они согласны произвести расчет по нестандартной схеме.

Дата заключения сделки и дата расчета. Независимо от того, производится расчет в «обычном формате» или по любой другой схеме, и продавец, и покупатель должны подтвердить дату заключения сделки (контракта) и день, когда ценные бумаги будут доставлены в обмен на заранее оговоренную сумму, которая поступит от продавца (дату расчета).

Начисленные проценты и общая/чистая сумма. Обычно продавцы облигаций имеют право на проценты по облигациям до того момента, пока право владения этими облигациями не перейдет к покупателю. В большинстве стран это право переходит к покупателю в день расчета, но на некоторых рынках для этой цели используется дата заключения сделки. Обычно ожидается, что покупатель заплатит продавцу проценты, которые начислены с момента последней выплаты процентов по облигации. Оба контрагента должны подтвердить количество дней, в течение которых начисляются проценты, причитающиеся продавцу, и, конечно, сумму, начисленную за эти дни. Сумма начисленных процентов будет прибавлена к сумме, которую получит продавец при расчете.

Выше перечислены почти все детали, которые должны быть подтверждены в процессе сверки. Однако основной элемент, который позволяет сверить все детали до (Т + 1)-го дня, еще не был упомянут. Для того чтобы страны могли выполнить рекомендации, в них должна существовать система отчетов по заключенным сделкам, в которой данные быстро передаются продавцу и покупателю, а также клиринговой корпорации, если таковая есть. Чем быстрее передается отчет, тем быстрее выявляются проблемы и тем быстрее они разрешаются.

В некоторых странах весь процесс сверки деталей сделки выполняется в торговой системе, которая автоматически производит сверку перед тем, как данные направляются в систему клиринга и расчета. Контрагенты должны разрешить все несоответствия до того, как детали сделки будут направлены в клиринговую организацию.

Независимо от того, использует ли рынок полностью автоматизированную клиринговую систему неттинга расчетов, упрощенную форму клиринга, которая применяется для сравнения деталей сделки, или брокеры сами

рассчитываются по каждой конкретной сделке, единственный способ гарантировать завершение процесса сделки до (Т + 1)-го дня — это немедленно предоставить все детали сделки брокерам и клиринговой корпорации.

Рекомендация № 2

Косвенные участники рынка должны участвовать в сверке деталей сделок и подтвердить их.

Косвенные участники — это институциональные клиенты, которые играют важную роль на многих рынках (взаимный фонд, пенсионный фонд или страховая компания). Институциональный клиент — это участник рынка, который инвестирует от имени сотен тысяч индивидуальных инвесторов. Таким образом, размер институциональной сделки должен быть значительно больше, чем размер сделки для физического лица. Потенциальный риск для расчетной системы в таком случае также значительно выше. На большинстве рынков институциональные клиенты не должны интересоваться деталями расчета и фактически не имеют права непосредственно участвовать в деятельности рынков.

Самый значительный риск, связанный с институциональными сделками, заключается в том, что почти во всех случаях инвестиционная организация по уставу обязана хранить ценные бумаги своего портфеля в кастодиальном банке, а не в брокерской фирме. Это вызвано тем, что банковская система большинства стран считается более безопасной, чем брокерская: в случае банкротства банка его обязательства берет на себя центральный банк страны. Если банк обанкротится, утраченные активы клиентов возмещаются хотя бы частично.

Клиенты обанкротившейся брокерской фирмы обычно становятся в очередь вместе с другими кредиторами и ждут завершения процедуры банкротства. На их долю выпадает только часть компенсации, чаще всего они теряют все.

Поскольку институциональные инвесторы не имеют права хранить средства и ценные бумаги в брокерской фирме, расчеты по сделкам, в которых они участвуют, связаны со значительным риском для рынка. Таким образом, с одной стороны, институциональный инвестор заключает сделки с помощью брокерской фирмы, с другой — кастодиальный банк хранит портфель ценных бумаг институционального инвестора. Однако брокерская фирма и банк не связаны друг с другом.

Риск, связанный с покупкой ценных бумаг, касается брокера-исполнителя. В расчетный день, если продавец поставит проданные акции, брокер покупателя должен за них заплатить. Проблема в том, что институциональный клиент не заплатит брокеру за эту сделку. Он заплатит своему кастодиальному банку, который, в свою очередь, заплатит брокеру в момент поставки акций.

Если брокер не может поставить ценные бумаги в кастодиальный банк в тот же день, когда он заплатил брокеру продавца (иди клиринговой организации), он должен будет оплатить сделку из собственных средств. Поскольку институциональные сделки связаны с крупными суммами, выплата такой суммы может привести к неплатежеспособности брокерской фирмы.

Неплатежеспособность одной брокерской фирмы может привести к неплатежеспособности других.

Продажа ценных бумаг институциональным инвестором также рискованна для рынка. Институциональный инвестор дает брокерской фирме распоряжение продать ценные бумаги. Ценные бумаги хранятся в кастодиальном банке, который должен в расчетный день поставить их брокеру в обмен на оплату. Если ценные бумаги не поставлены в брокерскую фирму в расчетный день, она не сможет рассчитаться с системой. Катастрофичность ситуации очевидна.

Во многих странах для предотвращения рисков используется система сообщений, которая требует подтверждения деталей сделки одной иди несколькими сторонами. Успех такой сделки зависит от информационных потоков. Кастодиальный банк не знает о сделке, если институциональный клиент не сообщит ему все детали. Институциональный инвестор даст распоряжение брокерской фирме, которая его исполнит. Брокер должен передать информацию о сделке институциональному клиенту, который обязан поставить в известность кастодиальный банк о предстоящем расчете. Не получив инструкции своего клиента — институционального инвестора, кастодиадьный банк не примет поставленные ценные бумаги. Брокерская фирма не имеет права передавать эти инструкции в кастодиальный банк, потому что она не является его клиентом и ее инструкции не будут приняты банком.

Система сообщений была разработана Международной организацией по стандартизации (ISO). Обычно брокерская фирма передает детали сделки институциональному инвестору и в кастодиальный банк. В зависимости от существующего соглашения между институциональным инвестором и кастодиальным банком один из них отвечает за подтверждение брокеру деталей сделки, а также уведомление его о том, что кастодиальный банк готов поставить против платежа или получить ценные бумаги в расчетный день. Даже в том случае, когда институциональный инвестор подтвердил детали сделки, он обязан сообщить их в кастодиальный банк, чтобы тот был готов получить ценные бумаги и расплатиться за них или поставить ценные бумаги и получить оплату.

Процесс подтверждения отличается от процесса сверки деталей сделки. Подтверждение деталей сделки — это односторонний процесс.

При сверке требуется, чтобы брокер покупателя и брокер продавца представили друг другу (иди клиринговой организации) детали сделки. При подтверждении же требуется, чтобы одна сторона (обычно брокер) представила все детали сделки, а другая (институциональный инвестор или кастодиальный банк) — подтвердила эти детали. Сверка обычно используется в качестве первичной функции при расчете на бирже или внебиржевом рынке, а подтверждение — для институциональных сделок (между брокером и кастодиальным банком).

Эффективная система подтверждения позволяет кастодиальному банку принимать участие в депозитарной функции клиринга и расчета. Хотя кастодиальный банк не является прямым участником сделки, ценные бумаги и средства могут проходить через его учетную систему. В большинстве технически передовых систем подтверждение «открывает» процесс

институциональных расчетов. Ценные бумаги и средства поступят автоматически в расчетный день, если сделка подтверждена.

Рискующими сторонами при расчете являются брокер и расчетная система. Эффективная система подтверждения гарантирует брокеру получение из кастодиадь-ного банка в расчетный день средств и ценных бумаг, причитающихся ему. Кастодиальному банку система позволяет хранить институциональный портфель ценных бумаг и средств. При неэффективной работе системы рынок теряет большинство потенциальных институциональных участников.

Рекомендация № 3

В *каждой стране должен существовать центральный депозитарий ценных бумаг, который организован и управляется таким образом, чтобы в его работе принимали участие (прямо или косвенно) как можно больше представителей рынка ценных бумаг.*

Что понимается под термином депозитарий, поскольку этот термин часто путают с термином кастодиальный банк? В контексте данной статьи депозитарий — это кастодиальная организация, которую используют для хранения ценных бумаг финансовые организации (банки и брокерские фирмы). В кастодиальном банке хранят ценные бумаги инвесторы (институциональные и индивидуальные). Брокерская фирма также может выполнять эту функцию для индивидуальных клиентов.

Использование депозитария позволяет значительно снизить риски рынка. В зависимости от рынка депозитарий служит для *«иммобилизации»* ценных бумаг, существующих в сертификатной форме, или *"дематериализации"* всех типов ценных бумаг. Если рынок в течение многих лет использовал сертификаты ценных бумаг, то депозитарий обычно служит для "иммобилизации".

На развивающихся рынках через депозитарий учитывают ценные бумаги в бессертификатной форме, принадлежащие участникам рынка, «дематериализуя» таким образом все сертификаты рынка. Поскольку "дематериализация" ценных бумаг снижает общий риск системы, она желательна.

До появления депозитария брокерские фирмы и банки должны были хранить ценные бумаги в своих хранилищах, оплачивая соответствующие расходы.

После открытия депозитария каждый участник получил возможность направить в него ценные бумаги на хранение. Теперь участники рынка должны вести только учет принадлежащих им ценных бумаг. Затраты на обслуживание депозитария могут быть поделены между его пользователями поровну или в зависимости от количества ценных бумаг, отданных на хранение каждым пользователем.

Если рынок избирает полностью "дематериализованную" систему, устраняются дополнительные затраты и риски. В США стоимость расчета сделки в бессертификатной форме составляет около 10% стоимости расчета при выпуске сертификатов. Если рынок может контролировать затраты и риски,

снижаются затраты инвесторов при торговле ценными бумагами. В результате новые инвесторы начинают пользоваться услугами рынка, а у существующих появляется больше средств для инвестирования, что со временем приведет к увеличению прибылей финансовых организаций.

На рынке "дематериализованных" ценных бумаг каждая ценная бумага, торгуемая на рынке, должна храниться в депозитарии. Если существуют законы, запрещающие хранение определенных ценных бумаг в депозитарии, они должны быть отменены.

Если в стране нет депозитария, расчеты производятся по каждой отдельной сделке. Продавец поставляет ценные бумаги покупателю и получает оплату. Чем больше сделок заключает брокерская фирма, тем больше платежей; чем больше платежей — тем больше вероятность ошибки и пропажи (кражи) средств. Этот вопрос будет более подробно рассмотрен в рекомендации № 4. Здесь же следует отметить, что при участии депозитария в работе расчетной системы каждая фирма получает (или производит) один платеж в конце каждого рабочего дня. Все платежи дня суммируются, и результирующая сумма выплачивается ежедневно. Вероятность ошибок и риск значительно снижаются.

Кроме того, депозитарий значительно облегчает кредитование ценными бумагами. Этот вопрос будет рассматриваться в рекомендации № 8. Здесь лишь заметим, что кредитование ценными бумагами происходит в тех случаях, когда фирме нужны ценные бумаги для завершения трансакции. Заемщик должен предоставить кредитору компенсацию в виде залога (обычно денежные средства или другие ценные бумаги) при получении одолженных ценных бумаг. Если эта процедура производится в бессертификатной форме в депозитарии, она не требует значительных затрат и риски сводятся к минимуму. В обязанности депозитария входит аккуратный учет ценных бумаг и денежных средств его участников.

Вторая, не менее важная функция депозитария не так очевидна. Депозитарий является посредником при передаче данных, он связывает всех участников рынка. Реестродержатель указывает депозитарий в качестве номинального держателя акций во многих (если не во всех) эмиссиях ценных бумаг. Таким образом, когда эмитент объявляет ежегодное собрание акционеров, выплату дивидендов и корпоративные действия, он посылает уведомление в депозитарий. Информация передается клиентам депозитария для того, чтобы брокерские фирмы и банки могли подготовиться к предстоящему событию. Это важно в тех случаях, когда требуется решение акционеров, которое при заочном голосовании поступает в депозитарий, а оттуда — эмитенту. В результате корпоративных изменений депозитарий должен начислить дивиденды, внести поправку в их позиции, а также провести заочное голосование.

Хорошо управляемый депозитарий может внести значительный вклад в работу расчетной системы и снижение риска.

Рекомендация № 4

Чтобы определить, следует ли использовать систему неттинга для снижения риска и увеличения эффективности, нужно изучить рыночные

объемы и участие в каждой стране. Если неттинговая система будет признана удачной, ее надо применять.

Существует два основных метода расчета по рыночным сделкам.

- Наиболее простой — расчет по каждой сделке (каждая трансакция рассматривается отдельно, без учета остальных сделок с той же ценной бумагой, расчеты по которым должны произойти в тот же день).

- Другой тип расчета — непрерывный неттинговый расчет (ННР). Здесь расчеты по отдельным трансакциям не производятся. Все трансакции по любой ценной бумаге суммируются, и для каждого участника рыночных торгов по этой бумаге выясняется его чистая позиция. На момент расчета он будет «чистым продавцом» или «чистым покупателем» данной ценной бумаги.

В первом случае необходимо постоянно следить за позициями в ценных бумагах и средствах каждого участника. В зависимости от возможностей компьютера порядок расчета по сделкам зависит от случайного выбора.

Например, если фирма покупает 2000 акций и продает 500 акций той же компании, необходимо иметь на счете средства для расчета за 2000 акций. Если фирма продает 2000 акций и покупает 500 акций той же компании, необходимо иметь 2000 акций компании для доставки контрагенту.

Если необходимой суммы (или количества акций) у фирмы нет, компьютер будет повторять попытки расчета до тех пор, пока на счете фирмы не окажется достаточно средств (или акций).

На конец дня у каждого участника торгов может оказаться несколько «открытых провалов» (неспособность произвести расчет из-за того, что на счете покупателя недостаточно средств или у продавца нет нужного количества акций) по одной и той же ценной бумаге. Клиринговые центры должны попытаться произвести расчет по этим открытым позициям на следующий день. Все эти проблемы заставляют клиринговые организации вводить поправки в позиции каждого участника в течение всего расчетного цикла в режиме реального времени.

Хотя компьютерные требования для этой системы ниже, чем для ННР, затраты при обслуживании выше. Расчеты каждого дня обрабатываются по нескольку раз из-за недостатка средств или отсутствия нужного количества ценных бумаг.

Однако при расчетах по каждой сделке клиринговая организация постоянно следит за позициями любого участника. Это позволяет эффективно контролировать риск, так как расчеты по сделкам не производятся до тех пор, пока у покупателя не накопится достаточно средств для расчета или у продавца не будет необходимого количества ценных бумаг.

Такой тип расчета упрощает задачу клиринговой организации в случае неплатежеспособности одного из участников сделки. Сделки, по которым не был произведен расчет из-за неплатежеспособности одного из участников, могут быть аннулированы, так как каждая сделка рассматривается отдельно. В результате аннулирования сделки второй (платежеспособный) ее участник освобождается от своих обязательств по отношению к неплатежеспособному партнеру. При этом он обычно пытается опять продать (или купить) эти ценные бумаги. Аннулирование сделок нежелательно и используется только в экстремальных ситуациях, поскольку связано со значительными затратами для платежеспособной фирмы.

Основной недостаток системы индивидуальных расчетов — неспособность обслуживать большие объемы торгов. Компьютерные возможности ограничены, поскольку постоянно повторяются попытки произвести расчеты по одним и тем же сделкам.

Развивающиеся рынки при выборе системы расчетов находятся в особо сложной ситуации. Средств обычно не хватает, потенциальные инвесторы не торопятся вкладывать средства в развитие инфраструктуры. Принимается недальновидное решение использовать систему расчетов по индивидуальным сделкам, поскольку она, на первый взгляд, требует меньше затрат. Если рынок будет развиваться быстро, предпочтительнее выбор системы ННР.

При правильном планировании система ННР позволяет ограничить риски. Она использует неттинг для всех сверенных сделок. Таким образом, фирма, которая торгует определенной ценной бумагой, на конец дня окажется "чистым покупателем" или "чистым продавцом", т.е. должна будет заплатить или получить определенную сумму, рассчитанную не на основе ее чистой позиции,

Тот же пример: фирма купила 2000 акций и продала 500 акций той же компании. В этом случае она является "чистым покупателем" 1500 акций. Клиринговая фирма должна доставить этому брокеру только 1500 акций, а брокерская фирма должна заплатить за акции, исходя из общего расчета по всем акциям компании, которые прошли через систему в этот день. При расчете по индивидуальным сделкам брокерская фирма должна была сначала заплатить за 2000 акций, а затем получить средства в оплату 500 акций той же компании.

При использовании системы ННР брокерская фирма должна расплатиться только за 1500 акций. Средства для их оплаты будут перечислены в клиринговую организацию, от которой брокерская фирма получит 1500 акций.

В ситуации, когда брокерская фирма продала 2000 акций и купила 500 акций той же компании, расчеты происходят следующим образом: клиринговая организация должна доставить 1500 акций со счета продавца в депозитарии и заплатить продающей фирме за эти 1500 акций, исходя из общего расчета по всем акциям компании, которые прошли через систему в этот день.

Общее количество акций компании, которое должно быть доставлено "чистыми продавцами", будет всегда равно общему количеству акций, которое должно быть получено "чистыми покупателями".

В большинстве систем ННР используется "передача прав". Вместо доставки ценных бумаг продавцом покупателю все ценные бумаги доставляются "чистыми продавцами" в клиринговую фирму, которая, в свою очередь, рассчитывается с "чистыми покупателями". Таким образом, "чистые продавцы" и "чистые покупатели" имеют обязательства не друг перед другом, а перед клиринговой корпорацией, которая несет ответственность за выполнение расчетов на конец каждого дня.

Если не все ценные бумаги "чистых продавцов" находятся на счетах в депозитарии, то для расчета используются только те ценные бумаги, которые находятся на счете в депозитарии к моменту расчета. Таким образом, будет произведен частичный расчет. Те ценные бумаги, которые не были доставлены при расчете, включаются в расчетный цикл следующего дня.

Если продавец недопоставил некоторое количество акций, клиринговая корпорация в произвольном порядке назначает одного из покупателей контрагентом сделки, по которой произведен частичный расчет. При этом "чистый покупатель" не должен платить за недопоставленные акции до тех пор, пока они не получены.

В каждой расчетной системе разработаны методы обслуживания неоплаченных сделок и сделок, по которым не доставлены ценные бумаги. На некоторых рынках брокерская фирма штрафуется, чтобы другим неповадно было повторять ее ошибки. В других системах клиринговая фирма или брокер, назначенные контрагентом, имеют право повторно купить ценные бумаги, которые не были доставлены. Для этого ценные бумаги покупаются на рынке и счет за эту покупку выставляется "чистому продавцу", который не поставил ценные бумаги в срок. Эта брокерская фирма вынуждена будет перепродать ценные бумаги, когда они будут ей доставлены, или купить бумаги для своего клиента, который продал ценные бумаги, не принадлежавшие ему.

ННР — это система расчетов, основанная на бессертификатной форме ценных бумаг. Она не работает в тех странах, в которых нет централизованной депозитарной системы, обслуживающей бессертификатные расчеты сделок. Для компьютерного обслуживания большого объема трансакций с применением непрерывных нет-тинговых расчетов требуется не намного больше мощностей. Таким образом, система ННР более надежна для расчетов на растущих или волатильных рынках.

Клиринговая система создает и обслуживает гарантийный расчетный фонд. При этом риск неплатежеспособности участника расчетной системы значительно снижается.

Важно отметить, что клиринговая организация создается для упрощения расчетов и должна отвечать за удовлетворение потребностей ее участников. Она должна улучшать существующие и строить новые системы для расчетов по

новым продуктам, поступающим на рынок. Клиринговая организация не должна хранить ценные бумаги или средства, принадлежащие ее членам. Ценные бумаги, полученные от "чистых продавцов", должны быть переданы "чистым покупателям". Средства, полученные от "чистых покупателей", перечисляются на счета "чистых продавцов".

Рекомендация №5

Доставка против платежа (ДПП) должна применяться в качестве метода расчета по всем трансакциям, связанным с ценными бумагами (ДПП — одновременное пересечение ценных бумаг и средств, поступивших для их оплаты).

Процесс ДПП защищает обоих участников трансакции в том случае, если один из контрагентов не может выполнить свои обязательства перед другой стороной. Одновременный обмен ценных бумаг на средства гарантирует, что каждый участник сделки получит свои активы на конец дня. Если с депозитарного счета фирмы сняты ценные бумаги, они оплачены. И наоборот, фирма заплатила только за те ценные бумаги, которые были ей доставлены.

Риск любого участника сделки может быть переведен на клиринговую организацию, если используется принцип "передачи прав" (когда клиринговая организация становится посредником между участниками сделки (см. рекомендацию № 4)).

Для выполнения ДПП клиринговая организация должна иметь техническую возможность одновременно обменивать ценные бумаги на средства, поступившие для оплаты.

Две стороны трансакции (перемещение ценных бумаг и перемещение средств) различны по сложности. Обычно проще осуществить перемещение ценных бумаг.

Одновременное перемещение средств и ценных бумаг достигается тогда, когда продавец может выполнить свои обязательства (ценные бумаги, которые он обязан доставить, должны находиться на депозитарием хранении). Если бумаги не готовы для доставки покупателю, процесс расчета останавливается. При этом неважно, есть ли у покупателя средства для оплаты покупки. Поскольку ценные бумаги не готовы к доставке, покупателю не предлагают платить за них.

Во многих расчетных системах ценные бумаги нельзя изымать из депозитария без ведома и согласия участников. Клиринговая организация изымает ценные бумаги участника только в том случае, когда это требуется для расчета по сделке, которую участник уже заключил и детали которой сверены.

Расчет по всем прочим трансакциям, не связанным с биржей, обычно начинается с того, что сторона, обязанная доставить определенные ценные бумаги, поручает депозитарию доставить их по получении соответствующего платежа. Таким образом, депозитарий, на счетах которого учтены позиции всех

участников, не произведет перемещения ценных бумаг до тех пор, пока не получит инструкции клиринговой организации и самого участника.

Денежный расчет для большинства рынков связан со сложными решениями. Поскольку клиринговые организации, депозитарии и их участники не контролируют платежные системы большинства стран, их способность к получению и выплате средств может быть ограничена возможностями банковской системы перемещать средства. Кроме того, законодательства различных стран могут накладывать дополнительные ограничения на перемещение средств. Поскольку расчеты по ценным бумагам обычно составляют значительную часть ежедневных денежных расчетов каждой страны, законодателям следует сделать все возможное для упрощения и улучшения системы перемещения средств.

Доставку ценных бумаг против платежа усложняет то, что в большинстве стран расчет начинается в 00:01 ч (после полуночи). Это делается для того, чтобы произвести расчеты по большей части трансакций, по которым можно завершить расчет в этот день. Однако трудно ожидать, что банки будут открываться в то же время и подтверждать платежные поручения одновременно с перемещением ценных бумаг.

Для устранения этого препятствия существует два метода.

Если детали сделки сравнивать не позднее чем в (Т + 1)-й день, а расчет производится на (Т + 3)-й день, как делается в большинстве стран, довольно просто определить монетарные обязательства каждого участника до наступления расчетного дня. Многие рынки требуют, чтобы "чистые покупатели" имели средства для оплаты обязательств не позднее чем в (Т + 2)-и день. Средства должны быть зачислены на счет фирмы в банке или на счет банка, который находится в клиринговой организации или в депозитарии.

Участники должны перемещать средства, подготовленные для расчета по ценным бумагам, из своих банков в клиринговый банк на (Т + 2)-й день. Возможность выполнения этой операции зависит от систем и существующего законодательства, которые позволяют перемещать эти средства. "Чистые продавцы", которые получат средства в порядке оплаты своей продажи, должны получить средства на свой счет в клиринговом банке. После того как средства поступят на счет "чистого продавца" в клиринговом банке, они должны беспрепятственно перемещаться на любой другой счет, указанный им.

Этот тип расчетной системы используется во многих странах. Его преимущество — клиринговая организация или депозитарий, который открывает счета для всех участников в клиринговом банке, имеют доступ к этим счетам и могут до расчета определить, есть ли у покупателя средства для выполнения обязательств. Если средства остаются на обычном банковском расчетном счете каждого участника, клиринговая организация должна получать из множества различных банков подтверждения о позициях участников. Это связано с дополнительной работой и затратами для клиринговой организации, что увеличивает общие затраты рынка при расчете по ценным бумагам.

В тех случаях, когда рынок требует, чтобы участники депонировали расчетные средства до расчетного дня, необходимо обеспечить законодательную основу этого процесса. Инвесторы обязаны оплачивать свои сделки до даты расчета, поскольку рынок не должен требовать, чтобы его участники использовали собственные средства для оплаты сделок, заключенных ими от имени инвесторов. Во многих случаях принимаются законы, в соответствии с которыми инвесторы должны оплачивать покупки в день заключения сделки.

В более развитых системах участники производят денежные расчеты после полудня в день расчета. Такой порядок используется в тех странах, где средства могут немедленно перемещаться электронным способом из одного банка в другой. Таким образом гарантируется, что средства "чистых покупателей" будут готовы к переводу на счета "чистых продавцов" в течение нескольких минут.

Клиринговая организация следит за платежами, поступающими на ее банковский счет. Каждый участник должен отправить средства не позднее заранее определенного срока. Когда все средства от "чистых покупателей" получены, депозитарий переводит их на банковские счета "чистых продавцов". Рынок должен сотрудничать с банковской системой, чтобы гарантировать получение средств до того, как банки закроются.

Эта система также работает хорошо, но депозитарий должен иметь законное право изменить направление движения ценных бумаг, если "чистый покупатель" становится неплатежеспособным. После того как получены платежи всех "чистых покупателей", расчеты должны быть объявлены окончательными и не подлежащими изменениям.

Рекомендация №6

Платежи по трансакциям, связанным с ценными бумагами, а также с обслуживанием портфелей ценных бумаг, должны производиться последовательно по всем инструментам и рынкам путем применения "средств, поступающих в день заключения сделки".

Риск, который устраняется при выполнении этой рекомендации, можно описать следующим образом: различие между "думаю, мне заплатили" и "знаю, что мне заплатили". Этот риск не уникален для рынка ценных бумаг, он присутствует во всех трансакциях.

Например, Вы получили оплату в денежных купюрах. Вы уверены, что они — не подделка? Чеки еще более рискованны. Достаточно ли средств на счете лица, выписавшего чек? Не будет ли остановлен платеж после того, как лицо, выписавшее чек, получит товар, и до того, как средства поступят на Ваш банковский счет? Даже если Вы полностью доверяете лицу, выписавшему чек, банк, в котором находится его счет, может обанкротиться до того, как средства перечислены в Ваш банк.

Эти проблемы актуальны и для финансового рынка. Последствия рискованности платежей могут даже привести к разрушению финансовой системы страны.

Рынки должны найти способы контроля трех основных факторов риска. Платеж должен быть гарантированным, финальным и безотзывным. Каждый рынок должен сделать все возможное, чтобы риски, связанные с этими факторами, были минимизированы. В то же время необходимо разработать механизм, позволяющий контролировать возникшие проблемы и компенсировать интересы пострадавших сторон.

Клиринговые организации и депозитарии могут гарантировать платежи только своим членам. Поскольку расчетные организации не контролируют платежные системы в своих странах, они связаны с теми рисками, что и все остальные.

Гарантия платежей осуществляется несколькими методами. Средства, необходимые для платежей, должны поступить на счет в ликвидной форме (денежные средства и их эквиваленты). Если клиринговая организация на законном основании может требовать, чтобы средства, которые должны перечислить "чистые покупатели", были депонированы на счет в клиринговом банке до расчетного дня, платежи более обеспечены. Можно также ограничить потенциальные суммы, на которые приобретаются ценные бумаги каждым участником в течение расчетного периода. Этот метод также позволит снизить риск, но может уменьшить возможности брокерских фирм, так как ограничивает количество покупок до тех пор, пока фирма не продаст некоторое количество ценных бумаг.

Рынок может также требовать, чтобы его участники приобретали страховку на случай неплатежеспособности. Эта страховка может быть в форме расчетных гарантийных фондов, которые собирает и обслуживает клиринговая организация, а также в форме гарантийных аккредитивов, которые могут быть получены в банке, пользующемся хорошей репутацией.

Достаточно легко контролировать риск, связанный с финальностью платежа. Для оплаты не следует пользоваться чеками, поскольку они должны проходить через процесс клиринга. В зависимости от применяемых в стране технологий требуется от одного дня до недели для того, чтобы убедиться в достаточности средств для оплаты чека. Можно потребовать, чтобы чек был заверен в банке брокера. Однако обстоятельства и законы могут ограничить гарантию заверенного банком чека. Если банк обанкротится или лицо, выписавшее чек, использовало средства на оплату других расходов, финальность платежа может оказаться под сомнением. Даже в тех случаях, когда используется электронная система оплаты, надежность ее ограничена надежностью компьютерной системы, обрабатывающей платежи. Расчетная организация должна сделать все возможное, для того чтобы поступление платежей не могло быть прервано.

Безотзывность платежей требует, чтобы средства, поступившие для оплаты сделки, не могли быть остановлены или отозваны. При этом нужен

закон, на основании которого эти средства можно отделить от остальных видов средств. Обычно это требует совместных усилий и сотрудничества законодателей, центрального банка и рынка.

Инвестор, продавший ценные бумаги, должен быть уверен, что средства, которые он получит, гарантированы ему в тот момент, когда он доставит ценные бумаги покупателю. При участии посредников покупатель ценных бумаг платит продавцу. Покупающий брокер должен гарантировать качество средств, которые он получил от своего инвестора. Клиринговая организация должна гарантировать качество средств, полученных от покупающего брокера. Только в этом случае клиринговая организация может гарантировать средства, которые она выплачивает продающему брокеру. Он же, в свою очередь, может гарантировать эти средства продающему инвестору.

Рекомендация №7

Скользящая система расчетов должна применяться на всех рынках. Окончательный расчет должен производиться не позднее (Т + 3)-го дня (третий рабочий день после даты заключения сделки).

Все стороны должны произвести расчет в расчетный день. В этом процессе принимают участие инвесторы, продающий и покупающий, а также их брокеры.

Разные события могут произойти после того, как заключена сделка, и до того, как по ней произведен расчет.

- Инвестор, купивший ценные бумаги, может заболеть, даже умереть.
- Если покупатель не может заплатить своему брокеру, его брокер не заплатит брокеру продавца или клиринговой организации за эту сделку.
- Рыночная стоимость ценной бумаги может резко снизиться после того, как сделка заключена и покупающий инвестор отказался от оплаты сделки.
- Если цена резко возрастет, продающий инвестор (если у него, а не у его брокера находится проданная ценная бумага) может оставить ее у себя и продать через другого брокера по новой, более высокой цене. Его первый брокер не может рассчитаться, поскольку у него нет ценной бумаги, проданной через него инвестором.

Многие эксперты считают, что (Т + 3)-й день — это переходный этап и со временем все расчеты будут производиться в (Т + 1)-и день. Чем меньше период между датой заключения сделки и датой расчета, тем меньше шансов, что негативные факторы повлияют на способность рынков к расчету по обязательствам.

Для того чтобы рассчитаться в (Т + 3)-й день, необходимо выполнить два условия, о которых уже говорилось. Детали сделки должны быть распространены сразу после ее заключения; сравнение деталей сделки

брокерами, контрагентами и клиринговой организацией должно быть завершено не позднее чем в (Т + 1)-й день. При соблюдении этих предварительных условий возможно произведение расчета в (Т + 3)-й день.

Скользящая система расчетов предполагает, что для каждого дня заключения сделки существует дата расчета. Расчет в один день по сделкам, заключенным в разные дни, исключается, поскольку может привести к сбоям в работе компьютеров. Информация может быть утрачена, расчеты будут производиться вручную. Объем работы возрастет в геометрической прогрессии. Кроме того, инвесторы отказываются размещать капитал на тех рынках, которые известны компьютерными сбоями. Что еще хуже, проблемы могут оставаться нерешенными в течение неопределенного времени. В тех странах, где расчеты производятся только раз в неделю или раз в месяц, остается мало времени для решения проблем предыдущих периодов. Информация о сделке может быть утрачена, поскольку работники клиринговой организации концентрируют усилия на расчетах по сделкам этого дня.

Сделки не должны оставаться открытыми. Каждая открытая сделка добавляет риск в общем объеме риска рыночных операций.

Рекомендация № 8

Предоставление и получение кредита в виде ценных бумаг должно поощряться в качестве метода ускорения расчетов при трансакциях с ценными бумагами. Законодательные и налоговые барьеры, которые мешают использованию кредитования ценными бумагами, должны быть устранены.

Предоставление кредита в виде ценных бумаг может ускорить расчеты по ценным бумагам. При этом ценные бумаги передаются для выполнения расчетных обязательств.

Эта концепция может быть самой сложной для развивающихся рынков, поскольку рекомендация не влияет непосредственно на расчетный механизм рынка. Предоставление кредита в виде ценных бумаг используется в качестве резервного механизма, когда добрые намерения брокеров и их клиентов сталкиваются с непреодолимыми препятствиями.

Существуют три причины, по которым необходимо одолжить ценные бумаги.

Первая — покрыть короткую продажу. Инвестор продает ценные бумаги коротко, если он считает, что их рыночная цена слишком высока, и рассчитывает на то, что она скоро снизится. Инвестор хочет продать ее сегодня, хотя у него ее нет, и купить позже, когда ее цена упадет. Если инвестор правильно угадал направление движения рынка, разница между ценой продажи и ценой покупки составит его прибыль.

Поскольку покупателя не интересует, продается ли ценная бумага коротко, он должен получить ее в день расчета. Для того чтобы выполнить свои обязательства, продающий брокер должен одолжить ценные бумаги и

доставить их покупателю или клиринговой организации в день расчета. На многих рынках короткая продажа запрещена, и эта рекомендация не является основанием требовать снятия этого запрета.

Вторая — арбитражные сделки. Одна ценная бумага покупается, а другая одновременно продается.

Арбитраж возможен тогда, когда существует разница цен на одну ценную бумагу, что позволяет получить прибыль. Например, конвертируемая облигация может быть обменена на 100 обыкновенных акций той же компании. Если стоимость покупки облигации меньше, чем сумма, полученная при продаже 100 акций, возможен арбитраж. Следует купить конвертируемую облигацию и одновременно продать обыкновенные акции. Эта сделка не является короткой продажей, поскольку облигация куплена, она будет получена, отправлена трансфер-агенту для конвертации в обыкновенные акции, которые были уже проданы. Очевидно, что обыкновенные акции, необходимые для расчета по второй сделке, не будут получены брокером к моменту расчета. Однако необходимо доставить обыкновенные акции в день расчета в клиринговую организацию или брокеру покупателя. Это можно сделать, только одолжив обыкновенные акции.

Третья — это та причина, по которой была разработана рекомендация. Можно одолжить ценную бумагу, если по какой-то причине проданная ценная бумага не поступила для расчета вовремя. На тех рынках, где разрешены сертификаты, инвестор, продающий ценную бумагу, может не успеть доставить ее брокеру в назначенный день. Погодные условия или внезапная болезнь могут помешать ему выполнить обязательства в срок. Брокер может по ошибке продать больше акций, чем есть на счете клиента. Если ошибка не была обнаружена сразу, брокер продавца не может доставить все проданные бумаги к дню расчета. В этом случае брокер должен выкупить излишки ценных бумаг, но до тех пор, пока они не получены, он не может выполнить часть обязательств по первой сделке. Поскольку все непоставки являются рискованными для расчетной системы, желательно, чтобы фирма имела возможность одолжить ценные бумаги и рассчитаться по первой сделке.

Предоставление и получение кредита в виде ценных бумаг — это процесс, полностью обеспеченный залогом. В обмен на одолженные ценные бумаги кредитор получает сумму, равную их рыночной стоимости. Залог может быть в форме денежных средств, других ценных бумаг высокого качества или в виде аккредитива. Он необходим для того, чтобы защитить обе стороны, если одна из них станет неплатежеспособной до того, как кредит будет погашен. В этом случае кредитор сможет выкупить ценные бумаги, используя залог заемщика, а заемщик может продать ценные бумаги и вернуть средства, предоставленные в качестве залога, если неплатежеспособным окажется кредитор.

Предоставление ценных бумаг в кредит может быть прибыльным. Если денежные средства получены в качестве залога, они могут быть инвестированы кредитором на то время, пока ценные бумаги не возвращены. Если в виде залога использованы другие ценные бумаги или аккредитив,

кредитор обычно требует с заемщика оплату за пользование одолженными ценными бумагами.

Кредитные трансакции могут быть разрешены для брокерских фирм и банков. Они могут контролироваться клиринговой организацией или депозитарием, который имеет право одалживать определенные ценные бумаги (причем это право предоставлено ему членами клиринговой организации или депозитария). В любом случае соглашения должны быть подписаны между брокерскими фирмами, банками и депозитариями до того, как процесс кредитования становится возможным. Эти соглашения должны четко указывать все обязательства каждой стороны, участвующей в предоставлении кредита, а также меры, которые можно использовать, если эти обязательства не выполняются.

В некоторых странах налоги удерживаются в каждом случае, когда продаются ценные бумаги. Если налоги взимаются при кредитовании ценными бумагами, то это приводит к отказу от операций такого типа и считается преградой для кредитования. Поэтому рекомендуется не облагать налогом операции по кредитованию ценными бумагами

Не исключено, что самым сложным элементом процесса являются законодательные аспекты права владения одолженными ценными бумагами. Право голосования и выплата дивидендов должны быть четко обусловлены до начала процесса кредитования. Все стороны, заинтересованные в трансакциях такого рода, должны оценить свои права в каждом возможном случае. Это предотвратит негативные последствия, связанные с возбуждением уголовных дел.

Рекомендация №9

В каждой стране должны быть приняты стандартные форматы для трансакций по ценным бумагам, разработанные Международной организацией по стандартизации. Особенно важно использовать систему нумерации ISIN для ценных бумаг в международных трансакциях.

Многие развитые рынки разработали собственные форматы для нумерации эмиссий ценных бумаг. На каждом рынке также разработана система сообщений. Сообщения используются для сверки деталей между участниками сделки, а также между участниками сделки и местными клиринговыми организациями и депозитарием. Обычно сообщения содержат дату заключения сделки, дату расчета, идентификационный номер ценной бумаги и ее количество, цену единицы и общую сумму, выставленную для расчета. В каждой стране разработаны сообщения в том формате, который устраивает участников рынка.

По мере открытия новых рынков и развития международной торговли увеличиваются сложности, связанные с необходимостью читать данные, полученные из других стран. Сообщения, связанные с международными сделками, могут поступать на иностранном языке и в формате, который непонятен фирме, получившей его.

Международная организация по стандартизации совместно со специалистами разных стран разработала стандартный формат для всех международных сообщений. Например, дата заключения сделки и дата расчета, количество ценных бумаг в трансакции имеют определенные места и т.п. Отправители и получатели сообщений знают точно, где найти детали сделки и в каком формате они должны быть в сообщении.

Поскольку в каждой стране разработан собственный формат для нумерации и определения ценных бумаг, в других странах сложно выявить, какая ценная бумага соответствует данному коду. Многие эмитенты выпускают несколько ценных бумаг (обыкновенные и привилегированные акции, облигации и т.п.), и многие бумаги имеют сходное описание (две различные эмиссии облигаций одного эмитента с одинаковым купоном и годом погашения). Все это, а также различие языков создают дополнительную путаницу.

Для решения этих проблем была создана Международная система нумерации и идентификации ценных бумаг *(ISIN),* которая принята во всех странах. С помощью этой системы снижается риск, связанный с ошибочной доставкой ценной бумаги.

Ассоциация национальных нумерующих агентств (АННА) была создана в качестве централизованного органа. Она состоит из агентств разных стран, которые обмениваются информацией и обсуждают ее. Ассоциация находится в Бельгии, в Брюсселе.

Система *ISIN,* которая теперь принята во всех странах мира, использует 12-значный идентификационный номер для каждой ценной бумаги, выпущенной на рынок. Первые две цифры определяют страну, в которой эмитирована ценная бумага. Например, для США используются буквы US, для Польши — PL. Следующие 9 знаков могут быть буквами или цифрами, но обычно первые 5 или 6 знаков определяют эмитента, остальные — тип эмиссии (акции, облигации и т.д.).

Не существует определенных правил, по которым составляется это описание. В каждой стране используются те цифры и буквы, которые удобны для данного рынка. Рекомендуется использовать только латинские буквы. Последний знак — обычно цифра. Он используется в качестве контрольной проверки для всех предыдущих знаков. Для каждой буквы определена цифра, и, используя стандартный алгоритм, можно определить контрольную цифру.

Если во всех странах для нумерации эмиссий ценных бумаг используются стандартные номера ISIN, риск ошибочной доставки ценной бумаги значительно снижен. Номер ISIN, который используется в России для определения ценной бумаги, будет читаться во всех остальных странах как определяющий бумагу, эмитированную в России.

***

Практически все рынки стремятся к привлечению иностранного капитала, и многие страны прилагают для этого значительные усилия.

Инвесторы прежде всего рассматривают потенциальные возможности роста рынка. Но даже в тех случаях, когда рынок очень привлекателен, инвесторы не станут размещать капитал, если безопасность его слабо защищена. Иностранный капитал хлынет на рынок страны, в которой применяются 9 рекомендаций, иностранные инвесторы знакомы не только с системой расчета, но и уверены в том, что их капитал в безопасности, поскольку многие виды риска, связанные с трансакциями и расчетом, снижены или даже устранены.

Для развивающихся рынков важно привлечь инвесторов своей страны, тех, кто при отсутствии данной системы предпочитает инвестировать капитал в других странах. Инвесторы знают о существовании рыночного риска. Изменение экономических условий может привести к снижению или увеличению стоимости портфеля, что происходит ежедневно. В сегодняшнем мире, однако, многие инвесторы не согласны на дополнительный риск, связанный с плохой организацией работы рынка. Приняв рекомендации "Группы тридцати", каждый рынок увеличивает вероятность привлечения дополнительного капитала, местного и иностранного.

(из журнала «Рынок ценных бумаг» №10, 11 1997 год)

IOSCO
International Organization of Securities Commissions
IOCKO
Міжнародна Організація Комісій з Цінних Паперів

Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів

Звіт
Міжнародної Організації Комісій з Цінних Паперів

Вересень, 1998 р.

Зміст

Передмова і Резюме керівництва

Вступ і офіційна заява про цілі та принципи
(Реалізація завдань і принципів, структура документу, цілі регулювання ринку цінних паперів)

Регулятор
(Саморегулювання, застосування регулювання ринку цінних паперів, співробітництво в регулюванні)

Емітенти, посередники ринку та вторинні ринки
(Схеми колективного інвестування)

Додаток I
(Перелік Резолюцій IOSCO (в хронологічному порядку))

Додаток II
(Документи IOSCO)

Додаток III
(Юридична база)

Цілі та принципи регулювання ринку цінних паперів

Передмова і Резюме керівництва

Цей документ викладає 30 принципів регулювання ринку цінних паперів, які базуються на трьох завданнях регулювання цінних паперів[i]. Ці завдання такі:

- Захист інвесторів[ii];
- Забезпечення справедливості, ефективності і прозорості ринків;
- Зниження системного ризику.

Ці 30 принципів повинні здійснюватися на практиці за наявності відповідної юридичної бази з метою досягнення регулятивних цілей, що описані вище. Принципи згруповано у вісім категорій.

А. Принципи, що стосуються регулятора

1 Обов'язки регулятора повинні бути зрозумілими і об'єктивно визначеними.

2 Регулятор повинен бути незалежним у своїх діях і підзвітним у здійснюванні своїх функцій і повноважень.

3 Регулятор повинен мати достатні повноваження, належні ресурси і здатність виконувати свої функції і здійснювати повноваження.

4 Регулятор повинен засвоїти чіткі і послідовні процеси регулювання.

5 Штатні працівники регулятора повинні дотримуватися найвищих професійних стандартів, включаючи належні стандарти конфіденційності.

Б. Принципи саморегулювання

6 Режим регулювання повинен належним чином використовувати саморегулівні організації (СРО), які виконують деякі обов'язки, пов'язані з прямим наглядом, у своїх відповідних сферах компетенції у мірі, що відповідає розміру і складності ринків.

7 СРО повинні знаходитися під наглядом регулятора і додержуватися стандартів справедливості і конфіденційності під час здійснювання своїх повноважень і делегованих обов'язків.

В. Принципи правозастосування у регулюванні ринку цінних паперів

8 Регулятор повинен мати широкі повноваження у сфері ревізій, розслідування і нагляду.

9 Регулятор повинен мати широкі повноваження щодо правозастосування.

10 Регулятивна система повинна забезпечувати ефективне і надійне використання повноважень з ревізій, розслідування, нагляду і правозастосування, а також реалізацію ефективної програми виконання норм.

Г. Принципи співробітництва в регулюванні

11 Регулятор повинен мати право ділитися інформацією - як відкритою, так і закритою для громадськості - з внутрішніми і закордонними партнерами.

12 Регулятори повинні створити механізми надання інформації, які визначатимуть, коли і як вони будуть ділитися інформацією - як відкритою, так і закритою для громадськості - з внутрішніми і закордонними партнерами.

13 Регулятивна система повинна передбачати надання допомоги іноземним регуляторам, яким необхідно робити запити під час виконання своїх функцій і здійснювання повноважень.

Д. Принципи для емітентів

14 Повинно проводитися повне, вчасне і точне розкриття фінансових результатів та іншої інформації, яка є істотною для прийняття рішень інвесторами.

15 Ставлення до утримувачів цінних паперів у компанії повинно бути справедливим і неупередженим.

16 Стандарти обліку та аудиту повинні бути високого, світового рівня.

Е. Принципи для схем колективного інвестування

17 Регулятивна система повинна встановлювати стандарти для ліцензування і регулювання тих, хто бажає реалізувати або експлуатувати схему колективного інвестування.

18 Регулятивна система повинна передбачати правила, що управлятимуть юридичною формою і структурою схем колективного інвестування, а також відокремленням і захистом активів клієнта.

19 Регулювання повинно вимагати розкриття інформації, як це визначено у принципах для емітентів, яке є необхідним для оцінювання придатності схеми колективного інвестування для даного інвестора і ступінь зацікавленості інвестора у цій схемі.

20 Регулювання повинно забезпечити те, щоб була придатна і відкрита основа для оцінювання активів і ціноутворення і викупу паїв у схемі колективного інвестування.

Є. Принципи для ринкових посередників

21 Регулювання повинно передбачати мінімальні стандарти допуску для ринкових посередників.

22 Повинен бути у наявності стартовий і робочий капітал та інші доцільні вимоги до ринкових посередників.

23 Від ринкових посередників слід вимагати додержування стандартів внутрішньої організації і операційної поведінки, які скеровані на захист інтересів клієнтів і відповідно до яких керівництво посередника бере на себе першочергову відповідальність за ці питання.

24 Повинні бути у наявності процедури вживання заходів щодо банкрутства ринкового посередника для того, щоб звести до мінімуму збитки і шкоду для інвесторів і знизити системний ризик.

Ж. Принципи для вторинного ринку

25 Створення систем торгівлі, у тому числі фондових бірж, повинно підпорядковуватися регулятивному затвердженню і нагляду.

26 Слід проводити постійний регулятивний контроль бірж і систем торгівлі, який повинен бути скерований на забезпечення того, щоб цілісність торгівлі підтримувалася за допомогою справедливих і об'єктивних правил, що підводять до відповідної рівноваги потреби різних учасників ринку.

27 Регулювання повинно сприяти прозорості торгівлі.

28 Регулювання повинно бути побудовано так, щоб виявляти і не допускати маніпулювання ринком та інших прийомів недобросовісної торгівлі.

29 Регулювання повинно намагатися забезпечити належний контроль активних операцій, що ставлять під ризик значну частину капіталу, ризику невиконання зобов'язань і підриву ринку.

30 Система клірингу і розрахунків операцій з цінними паперами повинна підлягати регулятивному нагляду, і бути побудована так, щоб забезпечити її справедливість, ефективність і результативність, а також так, щоб вона знижувала системний ризик.

Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів

Частина I

Вступ і офіційна заява про завдання та принципи

1. Вступ

Цей документ викладає три задачі, на яких базується регулювання ринку цінних паперів. Хоча у ринкових структурах і є місцеві особливості, ці завдання утворюють основу для ефективної системи регулювання ринку цінних паперів.

Цей документ також викладає тридцять принципів регулювання ринку цінних паперів, які здійснюють ці завдання на практиці. Обговорення надає деякі приклади поточних заходів, визнаючи, що ці заходи повинні змінюватися і змінюватимуться разом з ринками і завдяки тому, що технологія і краща погодженість між регуляторами зроблять доступними інші стратегії.

Ринки цінних паперів і деривативів є життєво важливими для зростання, розвитку і стабільності ринкової економіки. Вони підтримують корпоративні ініціативи, фінансують використання нових ідей і полегшують контроль фінансового ризику. Більше того, оскільки дрібні інвестори розміщують все більшу частку своїх грошей у взаємних фондах та інших фондах колективного інвестування, ринки цінних паперів стали істотно важливими для персонального добробуту і пенсійного планування.

Надійне і ефективне регулювання і, у свою чергу, впевненість, яку воно приносить, є важливими для цілісності, зростання і розвитку ринків цінних паперів.

IOSCO являє собою провідне угрупування регуляторів ринків цінних паперів. На даний момент до її складу входять регулятивні органи з 91 країни, які виконують повсякденні обов'язки щодо регулювання ринків цінних паперів і проведення у життя законів про цінні папери.

У Преамбулі до Внутрішніх Документів IOSCO говориться:

> Органи, що контролюють цінні папери, вирішують співпрацювати спільно для того, щоб забезпечити краще регулювання ринків як на внутрішньому, так і на міжнародному рівні, з метою підтримки об'єктивних, ефективних і стабільних ринків:
>
> - обмінюватися інформацією про відповідні випадки з метою сприяння розвитку внутрішніх ринків;
> - об'єднати їхні зусилля у встановленні стандартів і ефективного нагляду над міжнародними операціями з цінними паперами;

- надавати взаємодопомогу для забезпечення цілісності ринків шляхом рішучого використання стандартів і ефективного правозастосування проти порушень.

IOSCO усвідомлює, що стабільні внутрішні ринки необхідні для зміцнення розвинутої внутрішньої економіки, і що внутрішні ринки цінних паперів все енергійніше інтегруються у глобальний ринок.

Статут IOSCO також висловлює намір щодо того, що регулятори ринків цінних паперів, як на внутрішньому, так і на міжнародному рівнях, повинні керуватися постійною турботою про захист інвестора.

Міжнародні регулятивні кола повинні надавати консультації, а також критерій, за яким можна вимірювати рух уперед на шляху до ефективного регулювання. Крім того, цей документ демонструє вірність IOSCO справі встановлення і підтримування постійно високих регулятивних стандартів індустрії цінних паперів. Як провідне міжнародне угрупування регуляторів ринків цінних паперів, IOSCO бере на себе відповідальність за допомогу у встановленні високих стандартів регулювання.

Постійно високі регулятивні стандарти і ефективне міжнародне співробітництво не тільки захищатимуть інвесторів, але й знижуватимуть системний ризик.

Регулятори повинні бути готовими вирішувати складні задачі, поставлені зростаючим значенням технології і, особливо, подіями у сфері електронної комерції.

Фінансові ринки, що у все більшій мірі глобалізуються та інтегруються, ставлять складні задачі для регулювання ринків цінних паперів. У той же час, ринки, особливо деякі ринки, що розвиваються, які значно зросли за останні роки, зазнали наслідків міжнародних взаємодій і взаємодій між активами різних типів, а деякі також є чутливими до короткострокових періодів підвищеної нестійкості кон'юнктури після економічних потрясінь або під час великої невизначеності. Тому у глобальному і інтегрованому оточенні регулятори повинні бути у змозі оцінювати природу поведінки при відносинах з іншими країнами, якщо вони бажають забезпечити існування справедливих, ефективних і прозорих ринків.

Ринок, який у все більшій мірі стає глобальним, також приводить до зростання взаємозалежності регуляторів. Між регуляторами повинні бути міцні зв'язки і здатність вводити ці зв'язки у дію. Регулятори повинні також довіряти один одному. Розвитку цих взаємозв'язків і цієї довіри буде сприяти розробка загального зведення керівних принципів і спільних регулятивних завдань.

Велика кількість питань, про які йдеться у цьому документі, вже є предметом звітів або Резолюцій IOSCO[iii]. Звіти, опубліковані IOSCO і Резолюції, прийняті її членами, є також цінним джерелом інформації про принципи, які лежать в основі ефективного регулювання ринків цінних паперів, а також про інструменти і способи, необхідні для введення цих принципів у дію. Цей документ черпає інформацію з цих звітів як з первинного джерела. Звіти IOSCO

у цілому надають більш детальний розгляд певного питання. Посилання на ці звіти і резолюції зроблено у примітках до цього документу, і їх треба брати до уваги при розгляді певних питань. Повний текст звітів і резолюцій можна отримати у Секретаріаті IOSCO[iv].

2. Реалізація завдань і принципів

Члени IOSCO своєю підтримкою цього документу висловлюють свої зобов'язання по відношенню до завдань і принципів, які він викладає. Настільки, наскільки їм дозволяють їхні повноваження, вони мають намір докласти якомога більше зусиль у межах своєї юрисдикції для того, щоб забезпечити суворе додержання цих принципів. Вони також мають намір добиватися змін у поточному законодавстві, політиці або регулятивній структурі по тих положеннях, які, можливо, заважатимуть додержанню цих принципів.

Часто не буває єдиного правильного підходу до регулятивного питання. Законодавство і регулятивні структури різняться за країнами і відбивають стан місцевого ринку та історичний розвиток. Певний спосіб, у який юрисдикція даної країни реалізує цілі і принципи, описані у цьому документі, повинен враховувати внутрішній контекст узятий у цілому, включаючи відповідну юридичну і комерційну базу.

Залежно від питання, що розглядається, і структури юрисдикції даної країни, здійснювання може вимагати усього або чогось з нижченаведеного, а саме: зміни у законодавстві або регулюванні; зміни у політиці або практиці регулятивного органу; або двосторонньої чи багатосторонньої угоди.

Регулятор повинен часто переглядати конкретній спосіб, у який регулювання цінних паперів виконується на його ринку. Цей документ не є вичерпним у своєму трактуванні всіх сфер ринкової діяльності. Самі ринки знаходяться у стані постійного розвитку, і зміст регулювання також повинен змінюватися з тим, щоб воно могло сприяти і належним чином регулювати ці ринки, що змінюються. Тому засоби введення у дію принципів, описаних у цьому документі, повинні змінюватися з плином часу.

3. Структура документу

Документ складається з трьох частин.

Частина I містить вступ до документу і звіт про завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів. Надається короткий опис кожного з цих завдань.

Частина II описує бажані якості регулятора і потенційну роль саморегулівних організацій. Ця частина також розглядає роботу регулятора, пов'язану з правозастосуванням і контролем ринку, а також потребу в тісному співробітництві між регуляторами.

Частина III розглядає практичні сторони завдань регулювання ринку цінних паперів, зокрема, у відношенні до емітентів, схем колективного інвестування, ринкових посередників, вторинної торгівлі і клірингу та розрахунків ринкових посередників, вторинної торгівлі і клірингу та розрахунків трансакцій.

Кожний окремий розділ Частини II і III включає в себе підрозділ у рамці, який надає зведений список принципів, до яких треба звертатися при виконанні завдань.

4. Завдання регулювання ринку цінних паперів

4.1 Завдання регулювання ринку цінних паперів

Три основні завдання регулювання ринку цінних паперів - це:

- захист інвесторів;
- забезпечення того, щоб ринки були справедливими, ефективними і прозорими;
- знижування системного ризику.

4.2 Опис завдань

Ці три цілі є тісно пов'язаними і у деяких відношеннях співпадають. Багато з тих вимог, що допомагають забезпечувати справедливі, ефективні і прозорі ринки, також передбачають захист інвестора і допомагають знижувати системний ризик. Подібним чином, багато з тих заходів, що знижують системний ризик, передбачають захист інвестора.

Більше того, такі речі, як програми ретельного нагляду і додержання норм, ефективне правозастосування і тісне співробітництво з іншими регуляторами необхідні для виконання усіх трьох завдань.

Вищезгадані завдання регулювання описані більш детально нижче. У Частинах II і III документу засоби для виконання цих завдань, сформульовані у 30 принципах, аналізуються більш детально у контексті існуючих ринкових структур і систем.

4.2.1 Захист інвесторів

Інвестори повинні бути захищені від дій, що вводять в оману, махінацій або шахрайських дій, включаючи інсайдерську торгівлю, випереджаючий біг або торгівлю з випередженням клієнтів і зловживання активами клієнтів.

Повне розкриття інформації, істотної для рішень інвесторів, є найважливішим засобом забезпечення захисту інвестора. Інвестори, в зв'язку з цим, ставляться у кращі умови для проведення оцінки потенційних ризиків і винагород за свої інвестиції і, таким чином, для захисту своїх власних інтересів. Як ключові компоненти вимог до розкриття, стандарти бухобліку і аудиту повинні бути у наявності, і їхня якість повинна бути високою і визнаватися на міжнародному ринку.

Тільки належним чином ліцензованим або уповноваженим особам повинно бути дозволено пропонувати громадськості свої послуги, пов'язані з інвестиціями, наприклад, у якості ринкових посередників або біржових маклерів. Вимоги щодо стартового і робочого капіталу, що ставляться до таких власників ліцензій, і вимоги щодо робочого капіталу, що ставляться до таких власників та уповноважених осіб, повинні бути розроблені так, щоб досягти таких зовнішніх умов, за яких фірма, що веде операції з цінними паперами, зможе задовольняти поточний попит своїх зустрічних сторін і, якщо виникне необхідність, закрити свій бізнес без втрат для своїх клієнтів.

Нагляд над ринковими посередниками повинен досягти захисту інвесторів шляхом встановлення мінімальних стандартів для учасників ринку. Ринкові посередники повинні поводитися з інвесторами справедливо і неупереджено згідно з стандартами, які повинні бути викладені у правилах ділової поведінки. Повинна бути всеохоплююча система програм з ревізування, нагляду і додержування норм.

Інвестори на ринках цінних паперів особливо вразливі до неправомірної поведінки посередників та інших осіб, але здатність окремих інвесторів вживати заходів може бути обмеженою. Більше того, складний характер трансакцій з цінними паперами і шахрайських махінацій потребує рішучого застосування законів про цінні папери. Там, де дійсно має місце порушення закону, інвестори повинні бути захищені шляхом рішучого застосування закону.

Інвестори повинні мати доступ до нейтрального механізму (як, наприклад, суди або інші механізми урегулювання спорів) або до засобу відшкодування і компенсації за протиправну поведінку.

Ефективний нагляд і правозастосування залежать від тісного співробітництва між регуляторами на внутрішньому та міжнародному рівнях.

4.2.2 Забезпечення справедливості, ефективності і прозорості ринків

Затвердження регулятором маклерів біржових систем і систем торгівлі допомагає забезпечити справедливі ринки.

Справедливість ринків тісно пов'язана з захистом інвесторів і, зокрема, з запобіганням протиправним торговим діям. Ринкові структури не повинні віддавати незаконну перевагу деяким користувачам ринку у порівнянні з іншими. Регулювання повинно виявляти, не допускати і карати за маніпулювання ринком та інші недобросовісні прийоми торгівлі.

Регулювання повинно намагатися забезпечити те, щоб інвесторам надавався доступ на рівних умовах до ринкових можливостей і ринкової або цінової інформації. Регулювання також повинно сприяти ринковим прийомам, які забезпечують справедливе поводження з замовленнями і процес ціноутворення, що заслуговує довіри.

На ефективному ринку розповсюдження суттєвої інформації є вчасним і широкомасштабним, і воно відбивається у процесі ціноутворення. Регулювання повинно сприяти ефективності ринку.

Прозорість можна визначити як рівень, до якого інформація про торгівлю (у відношенні до інформації як до, так і після торгівлі) надається громадськості у реальному часі. Інформація до торгівлі стосується реклами твердих пропозицій продавця і покупця у якості засобу повідомлення інвесторів, з певною мірою достовірності, про те, чи можуть вони укладати угоду і якщо так - то за якими цінами. Інформація після торгівлі має відношення до цін і об'єму всіх разових транзакцій, які було фактично укладено. Регулювання повинно забезпечувати найвищі рівні прозорості.

4.2.3 Знижування системного ризику

Хоча від регуляторів не можна очікувати того, щоб вони запобігали фінансовому банкрутству ринкових посередників, регулювання повинно намагатися знижувати ризик банкрутства (також шляхом вимог до капіталу і внутрішнього контролю). Там, де фінансове банкрутство все-таки відбувається, регулювання повинно намагатися знизити вплив цього банкрутства і, зокрема, спробувати звести ризик до установи, що збанкрутувала. Тому ринкові посередники повинні підпорядковуватися вимогам щодо адекватного і робочого капіталу та іншим розумним вимогам. Якщо виникне потреба, посередник повинен бути у змозі закрити свій бізнес без втрат для своїх клієнтів і сторін при укладанні угоди або без системного збитку.

Ризик є невід'ємною частиною активного ринку, і регулювання не повинно без потреби стримувати легітимний ризик. Скоріше, регулятори повинні сприяти і враховувати ефективне поводження з ризиком і забезпечувати те, щоб капітал та інші розумні вимоги були достатні для відповідного ризику, робити можливим поглинання втрат і стримувати надмірний ризик. Вкрай необхідним є ефективний і точний процес клірингу і розрахунків, що належним чином контролюється і використовує ефективні інструменти поводження з ризиком.

Повинні бути ефективні і надійні з точки зору законності засоби поводження у разі невиконання зобов'язань. Це є питанням, яке виходить за рамки закону і стосується положень законодавства про неплатоспроможність.

Нестабільність може бути наслідком подій у законодавстві іншої країни або статися за законодавствами кількох країн. Таким чином реакція регуляторів на підриви ринку повинна полягати у намаганні сприяти стабільності на внутрішньому і глобальному ринку шляхом кооперації і спільного користування інформацією.

5. Регуляторне оточення

На протязі всього цього документу неявно проходить думка про те, що регулювання повинно сприяти створенню капіталу і економічному зростанню. У контексті регулювання також повинно бути розуміння переваг конкуренції на ринку.

Регулювання необхідне для того, щоб забезпечити виконання трьох основних завдань. Проте, неналежне регулювання може стати невиправданим тягарем для ринку і уповільнити його зростання і розвиток.

Можливо визначити загальні властивості ефективного регулювання, які узгоджуються із стабільним економічним зростанням:

- не повинно бути ніяких зайвих перешкод для входження і виходу з ринків і фінансових схем;
- ринки повинні бути відкриті для найширшого кола учасників, які відповідають обумовленим критеріям допуску;
- розвиваючи політику, регулятивні органи повинні враховувати вплив встановлених вимог;
- на всіх, хто бере на себе конкретне фінансове зобов'язання або обіцянку, повинен накладатися однаковий регулятивний тягар.

У більш загальному розумінні, повинна бути відповідна і ефективна юридична, податкова і облікова база, у межах яких можуть діяти ринки цінних паперів. Закон про цінні папери і регулювання ринку цінних паперів не можуть існувати в ізоляції від інших законів і облікових вимог законодавства.

Особливо важливі питання в юридичній базі викладені у Додатку 3. Цей Додаток слугує не вичерпним переліком питань, до яких треба звертатися у внутрішньому законодавстві, а скоріше для того, щоб визначати деякі питання, які особливо сильно впливають на ринки цінних паперів[v].

Облікова база також може розглядатися як аспект юридичної бази, але вона (особливо підготовка фінансових звітів) обговорюється у контексті розкриття інформації емітентами у Розділі 10.

International Organization of Securities Commission
Міжнародна організація комісій з цінних паперів

Частина II

Регулятор

В частині II наводиться опис необхідних функцій регулятора[vi] та потенційної ролі саморегулівних організацій, правозастосовчої та примусової діяльності регулятора, а також необхідності тісного співробітництва між регуляторами.

6. Регулятор

6.1 Принципи діяльності регулятора

1. Обов'язки регулятора повинні бути чіткими та об'єктивними.
2. Регулятор повинен бути незалежним в своїй роботі та повинен звітуватись стосовно власних функцій та повноважень.
3. Регулятор повинен мати адекватні повноваження, відповідні ресурси, бути здатним виконувати власні функції та користуватись повноваженнями.
4. Регулятор повинен затвердити чіткий та послідовний регулятивний процес.
5. Штат регулятора повинен відповідати високим професійним стандартам, включаючи стандарти конфіденційності.

6.2 Чітко визначений об'єм відповідальності[vii]

Здатність регулятора діяти з повною відповідальністю, чесно та ефективно, залежатиме від:

- чіткого визначення сфери його відповідальності законодавством;
- співробітництвом між відповідальними органами[viii] з використанням належних каналів;
- адекватний юридичний захист регуляторів та їх співробітників, які добросовісно виконують свої функції та повноваження.

При наданні пакету продуктів та послуг кожен продукт та послуга повинні мати характеристики, які асоціюються з двома наступними видами діяльності: робота з цінними паперами, банківська та страхова діяльність. Необхідно розробити законодавство, яке б звело нанівець недоліки чи непослідовність регулювання розділення відповідальності. У випадку розділення відповідальності регулівного органу певний тип поведінки не повинен підлягати впливу непослідовних регулівних вимог.

6.3 Незалежність та звітність

Під час виконання ним своїх функцій чи здійснення повноважень регулівний орган повинен бути незалежним від зовнішнього політичного та комерційного втручання та звітуватись стосовно власних повноважень та ресурсів.

Незалежність регулятора залежить від стабільності джерела його фінансування.

За законодавством окремих країн, деякі питання регулівної політики вимагають проведення консультацій з (або затвердження) Урядом, міністром або будь-ким із уповноважених осіб. Умови, на основі яких подається прохання про або дозвіл на проведення консультацій чи затвердження повинні бути зрозумілими, а сам процес - достатньо прозорим та підлягати перевірці на відповідність. Як правило, згадані умови не передбачають прийняття рішення на основі рутинних проблем технічного характеру.

До елементів системи звітності входить:

- регулятор, що працює незалежно від інтересів окремих секторів;
- система публічної звітності регулятора;
- система надання дозволу на проведення судової перевірки правильності рішень регулятора.

Там, де звітність надається через канали Уряду чи якогось іншого відкритого агентства, регулятор повинен поважати конфіденційність закритої комерційної інформації. Для того, щоб захистити цю інформацію від зловживання чи розкриття, приймається ряд застережних заходів.

6.4 Адекватні повноваження та відповідні ресурси

Регулятор повинен мати адекватні повноваження, відповідні ресурси, а також бути здатним виконувати ці функції та користуватись повноваженнями.

Детальний аналіз та практичне роз'яснення зазначеного наводиться в даному документі. Сюди входять повноваження з ліцензування, нагляду, перевірки та правозастосування, що обговорюються в нижченаведених параграфах.

Необхідним є адекватне фінансування регулятора для того, щоб він мав можливість виконувати свої завдання. Рівень фінансування визначають такі фактори, як складність утримання на місцях досвідчених спеціалістів, які мають навички, що можуть бути корисними для приватного сектору.

Регулятор має гарантувати належний рівень безперервної професійної підготовки своїх спеціалістів.

6.5 Зрозумілі та послідовні регулівні процедури регулювання

Регулятор повинен мати адекватні повноваження та виконувати свої функції, затвердивши процедури, які є:

- послідовними;
- зрозумілими;
- прозорими для населення;
- справедливими та безсторонніми.

Формуючи політику, регулятор повинен розробити:

- процедуру проведення консультацій з особами, на яких впливає ця політика;
- інформування населення про політику у важливих областях діяльності також, як правило, є бажаним[ix].

Багато регуляторів мають повноваження стосовно опублікування звітів про результати розслідувань чи запитів, особливо якщо розслідування може надати інформацію, яка є суттєвою для учасників ринку та їх радників. Будь-

який опублікований звіт повинен відповідати положенню про право громадян на проведення безстороннього розслідування та захисту персональної інформації, - фактор, який часто заважає оприлюдненню у випадку незавершеного розслідування справи.

Регулятори, крім цього, повинні відігравати активну роль у навчанні інвесторів та інших учасників ринків капіталу.

6.6 Поведінка персоналу

Персонал регулятора повинен дотримуватись найвищих професійних стандартів та отримувати чіткі інструкції щодо аспектів своєї поведінки, включаючи:

- уникнення конфлікту інтересів (сюди входять також умови, за яких персонал бере участь в торгівлі цінними паперами);
- належне використання інформації, отриманої в ході використання повноважень та виконання обов'язків;
- суворе дотримання норм конфіденційності та секретності а також захист приватної інформації;
- безсторонність у слідуванні процедурам.

7. Саморегулювання[x]

7.1. Принципи саморегулювання

6. Режим регулювання повинен повністю використовувати потенціал саморегулівних організацій (СРО), які здійснюють нагляд за відповідними секторами, інтенсивність контролю залежить від розміру та складності структур ринків в цілому.

7. СРО підлягають контролю з боку регулятора і повинні дотримуватись стандартів справедливості та конфіденційності, користуючись делегованими їм повноваженнями та обов'язками.

7.2 Роль СРО

СРО може виявитись для регулятора важливим інструментом для досягнення цілей регулювання ринку цінних паперів.

Існує багато різноманітних моделей саморегулівних організацій а також ступенів інтенсивності їх використання. Спільними ознаками СРО в більшості відомих юрисдикцій є їх відокремленість від урядового регулятора (хоча при цьому залишається в силі нагляд та затвердження Урядом), участь представників ділових кіл, а також промисловості та, якщо це доцільно, інвесторів, в діяльності СРО.

Саморегулювання може дати відчутні переваги:

- СРО можуть вимагати дотримання тих етичних норм, які залишаються поза сферою державного регулювання;
- СРО мають відчутний досвід стосовно ринкових операцій та практик, і може реагувати на динамічність ринкового розвитку більш оперативно, ніж це може зробити урядова структура.

СРО повинні взяти на себе ті регулівні обов'язки, які вони повинні виконувати найбільш сумлінно, для чого є всі передумови. Діяльність СРО часто буде обмежуватись відповідними угодами та правилами.

7.3 Дозвіл та контроль

Регулятор повинен вимагати від СРО дотримуватись встановлених норм перш, ніж надати цій організації дозвіл користуватись своїми повноваженнями. Контроль за діяльністю СРО повинен здійснюватись на постійній основі.

Крім цього, після введення в дію СРО, регулятор повинен переконатись в тому, що ця організація захищає громадські інтереси, а також справедливо та послідовно застосовує законодавство з цінних паперів, положення та відповідні правила СРО[xi].

Ефективність СРО може бути відчутно ослаблена фактом наявності конфлікту інтересів. Регулятор повинен відстежувати та попереджувати будь-яку можливість виникнення конфлікту інтересів. Регулятор повинен впевнитись в тому, що конфлікт інтересів не виникне внаслідок отримання СРО доступу до важливої інформації про учасників ринку (незалежно від того, чи вони самі є членами СРО, чи ні). Ризик виникнення конфлікту може підвищитись, якщо СРО відповідатиме як за нагляд за діяльністю своїх членів, так і за регулювання ринкового сектору.

Нормативні акти регулятора повинні встановити наступні передумови отримання дозволу саморегулівною організацією:

- здатність служити цілям, визначеним законодавством, нормативними актами та правилами СРО, а також добиватись від членів СРО та асоційованих осіб дотримання цих законів, нормативних актів та правил;
- вести відкриту та послідовну політику по відношенню до всіх членів СРО та претендентів на членство;
- розробити правила, які б встановлювали стандарти поведінки своїх членів та захищали б інтереси інвесторів;
- надавати на вимогу регулятора для перевірки та / або затвердження свої правила та гарантувати те, що правила СРО не суперечать основним напрямкам зовнішньої політики, визначеним регулятором;
- співпрацювати з регулятором та іншими СРО з метою вивчення та запровадження норм окремих законодавчих та нормативних актів;
- впроваджувати власні правила та накладати відповідні санкції за їх недотримання;
- гарантувати справедливе представництво членів під час виборів керівництва та управління справами;
- уникати запровадження правил, що можуть призвести до неконкурентоспроможності; та
- уникати зловживань повноваженнями наглядового органу для сприяння отриманню учасниками ринку певних переваг.

Незалежно від того, як широко застосовується саморегулювання, урядовий регулятор повинен залишити за собою право проводити розслідування справ, які стосуються інвесторів або ринку в цілому. Там, де повноважень СРО не достатньо для проведення розслідування або попередження певного правопорушення, або там, де це диктується конфліктом інтересів, регулятор повинен прийняти на себе відповідальність за провадження запиту від імені

СРО. Таким чином, важливо, щоб інформація, яка надається СРО, дозволяла ідентифікувати подібні ситуації на початку їх розвитку.

СРО повинні слідувати аналогічним до встановлених для регуляторів[xii] стандартам професійної поведінки, таким, як конфіденційність та процедурна справедливість.

8. Правозастосування в сфері регулювання ринку цінних паперів

8.1 Принципи правозастосування в сфері регулювання ринку цінних паперів

8. Регулятор повинен мати посилені повноваження в сфері проведення перевірок, розслідувань та здійснення наглядових функцій.

9. Регулятор повинен мати посилені повноваження в сфері правозастосування.

10. Регулівна система повинна гарантувати ефективну та надійну процедуру проведення перевірок, розслідувань, нагляду та правозастосовних заходів, а також запровадження ефективної програми дотримання правових норм.

8.2 Програми проведення перевірок та контролю за дотриманням правових норм[xiii]

Нагляд за діяльністю ринкових посередників за допомогою проведення перевірок та нагляду допомагає гарантувати підтримання високих стандартів та захищати інтереси інвестора. Такі програми запобігання є невід'ємним компонентом програм розслідування та правозастосування.

Регулятор повинен мати відповідні повноваження для того, щоб звернутись з вимогою про надання інформації[xiv], необхідної для провадження перевірок ділової активності на відповідність встановленим нормам тоді, коли він вважає за необхідне. Підозра в здійсненні правопорушення не може бути передумовою для використання інспекційних повноважень відносно осіб, яким було надано дозвіл або ліцензію.

Перевірки мають проводитись самим регулятором або іншим компетентним органом. З іншого боку, регулятор повинен зважити можливість делегування цієї функції СРО або використання третьої сторони, за якою провадиться нагляд належним чином, які могли б провести частину цієї роботи від його імені. Треті сторони також повинні відповідати вимогам щодо звітності та конфіденційності. Такі перевірки повинні проводитись із застосуванням адекватних інструментів та технік, які змінюються в залежності від юрисдикції.

В деяких областях, наприклад під час перевірки торгівлі на біржі, для ефективного провадження регулювання актуальним є використання технології. В інших областях, включаючи перевірку діяльності брокерів, необхідно зважати на збалансованість між проведенням перевірок на місцях та співбесідах та вимогою щодо надання час від часу інформації, достовірність якої може перевірятись без виїзду на місце.

Виїзди з метою проведення перевірок можуть або чергуватись або організовуватись за принципом оцінку ризиків або отримання скарг. Приймаючи рішення про ефективне використання ресурсів, регулятор повинен зважувати як потребу охоплення якомога ширшого ринкового регіону так і

необхідність проведення перевірки в областях високих інвестиційних ризиків, які можуть становити загрозу для системної стабільності.

8.3 Розширені правозастосовчі повноваження[xv]

Комплексний характер угод з цінними паперами та складність шахрайських схем вимагають сильної та дієвої системи правозастосування законодавства з цінних паперів. Інвестори на ринках цінних паперів особливо страждають від правопорушень посередників.

Регулятор та інші компетентні урядові органи повинні, таким чином, мати розширені повноваження в області провадження розслідувань та правозастосування, які включають:

- регулівні повноваження та повноваження щодо проведення розслідувань з метою отримання даних, інформації, звітності в паперовій формі та документації від осіб, які мають відношення до відповідний видів діяльності, або які мають інформацію, що відноситься до даного запиту;
- повноваження, які дозволяють гарантувати виконання розпоряджень та / або приймати інші міри для того, щоб забезпечити виконання повноважень регулювання, адміністрування та проведення розслідувань;
- повноваження щодо накладення адміністративних санкцій або забезпечення виконання розпоряджень через судові та арбітражні установи;
- повноваження, які дозволяють розпочати кримінальне переслідування або передати справи органу, що має відповідні повноваження;
- повноваження, які дозволяють віддати розпорядження про припинення торгових операцій з цінними паперами або вдатись до інших відповідних заходів[xvi];
- там, де є можливість вдатись до правозастосовчого заходу - повноваження здійснити розрахунки, забезпечені правовими санкціями, або прийняти на себе обов'язкові для виконання функції.

Загалом, ці правозастосовчі повноваження не повинні діяти зі шкодою для права на позов, яке мають приватні особи. Приватні особи повинні мати право самі віднаходити засоби судового захисту (включаючи, наприклад, отримання компенсацій або виконання зобов'язань в конкретному випадку).

Необов'язково передавати єдиному органові відповідальність за всі аспекти правозастосування законодавства при цінні папери. Зараз існує кілька моделей, чия ефективність доведена на практиці. Серед них - розділення відповідальності між кількома урядовими та напівурядовими відомствами, або розділення відповідальності з СРО.

Розділення обов'язків та необхідність більш тісного співробітництва є надзвичайно важливими для гарантування того, що лише органи, що отримали відповідні повноваження, можуть бути активними учасниками ринку; особи, які не отримали дозволу, підлягають переслідуванню в судовому порядку.

8.4 Міжнародне правозастосування

Міжнародна природа ринків цінних паперів а також той факт, що дуже часто пов'язана з ними діяльність відноситься до кількох юрисдикцій, піднімає кілька конкретних проблем.

Законодавство а також правозастосовчі повноваження регулятора повинні бути достатніми для того, щоб він міг гарантувати їх ефективність у випадку міжнародних правопорушень. Таким чином, регулятор повинен зробити все, щоб впевнитись в тому, що він або інший орган в його юрисдикції має достатньо повноважень для отримання інформації, включаючи звітність та документи, а також положення, які регулюють операції з цінними паперами, а також те, що ця інформація може надаватись іншим регуляторам - безпосередньо або опосередковано через повноваження, які вони мають для проведення розслідувань та переслідування в судовому порядку після виявлення правопорушень на ринку цінних паперів[xvii].

Загальне питання міжнародного співробітництва та його важливості для ефективного регулювання адресується в Розділі 9.

8.5 Відмивання брудних грошей[xviii]

Термін "відмивання брудних грошей" стосується широкого спектру діяльності та процесів, які провадяться з метою приховування джерел отримання нелегальних доходів та створення видимості їх законного походження.

Регулятори ринку цінних паперів повинні зважити ефективність внутрішніх законодавчих баз для вирішення питання про ризики, пов'язані з відмиванням грошей. Регулятор також повинен вимагати від ринкових посередників наявності правил та процедур, які б сприяли мінімізації ризику використання структури посередників для відмивання грошей.

9. Співробітництво між регуляторами

9.1 Принципи співробітництва між регуляторами

11. Регулятор повинен мати достатні повноваження для того, щоб надавати своїм міжнародним та внутрішнім партнерам інформацію відкритого та закритого характеру.

12. Регулятор повинен створити механізми надання інформації, які б визначали де та яким чином вони можуть надавати своїм міжнародним та внутрішнім партнерам інформацію як відкритого так і закритого характеру.

13. Регулівна система повинна дозволяти надання іноземним регуляторам допомоги в процесі провадження ними запитів під час виконання ними своїх функцій та повноважень.

9.2 Необхідність внутрішнього співробітництва[xix]

Іноді виникає нагальна необхідність обміну інформацією між внутрішніми агентствами там, де існують регулівні підрозділи, що мають інституційну форму або там, де норми законодавства про цінні папери дублюють загальні законодавчі норми даної юрисдикції. У випадку шахрайства чи відмивання брудних грошей, пов'язаного з торгівлею цінними паперами, виникає необхідність тісного співробітництва між двома чи більше регуляторами ринку однієї країни, включаючи органи регулювання, судочинства та правозастосування.

Необхідність співробітництва між вітчизняними структурами може виходити за рамки правозастосування, включаючи надання інформації, необхідної для отримання повноважень діяти певним чином, або для зниження системних ризиків там, де існує розділення відповідальності сектори цінних паперів, банківський та інші фінансові сектори.

9.3 Необхідність міжнародної співпраці

Міжнародна співпраця між регуляторами є необхідною передумовою ефективного регулювання вітчизняних ринків. Нездатність до такої співпраці може відчутно зашкодити ефективності регулювання ринку цінних паперів. Вітчизняне законодавство повинне усувати перешкоди на шляху міжнародного співробітництва.

Зростаюча інтернаціоналізація фінансової діяльності та глобалізація ринків означає, що дані, потрібні для отримання ліцензій та дозволів, часто є недоступними для компетентного регулятора, знаходячись поза межами його юрисдикції. Наприклад, регулятор може отримати заяву про надання ліцензії від особи, зареєстрованої в іншій юрисдикції, або реєстрація документів, пов'язаних з однією пропозицією, може провадитись в кількох юрисдикціях.

Подібним чином фактори, які приводять до порушення системної стабільності, не обмежуються внутрішніми факторами і можуть бути результатом певних кроків окремих фінансових установ з інших юрисдикцій.

Зростаюча кількість компаній випускає цінні папери, які проходять лістинг в більш ніж одній юрисдикції, і, як правило, значна частина комерційної діяльності емітента відбувається не в тій країні, де провадився лістинг його акцій. Інвестори часто вкладають капітал в іноземні ринки та цінні папери безпосередньо або через фонди, які знаходяться під їх управлінням. Зростаюча кількість схем колективного інвестування працює, долаючи бар'єри юрисдикцій. Досить розповсюдженим є явище, коли засновники схем, менеджери та зберігачі належать до різних юрисдикцій, і не можуть належати до юрисдикції інвесторів, для яких засновувалась ця схема.

Схожі фінансові продукти можуть торгуватись на різних ринках кількох країн; крім цього, існує багато похідних цінних паперів, по яких основний продукт чи ціна торгується, утворюється на або походить з іноземних ринків.

Явища, такі, як шахрайство, ринкові маніпуляції, інсайдерська торгівля та інші протиправні дії, які розповсюджуються на різні юрисдикції, трапляються все частіше на глобальних ринках, завдяки новим можливостям систем сучасного зв'язку.

Важливість міжнародного співробітництва в ході розслідувань та запитів щодо можливого правопорушення підтверджується існуванням одного з розповсюджених правопорушень законодавства з цінних паперів, такого, як переведення доходів від протиправної діяльності під іншу юрисдикцію; втеча порушників до іншої країни; проведення операцій через інші юрисдикції, що допомагає приховати сторони транзакції чи потоки готівки; використання іноземних рахунків з метою запобігання ідентифікації власників акцій; а також нові можливості, що їх порушники отримали останнім часом, використовуючи засоби зв'язку, включаючи Інтернет.

Саме тому, коли важлива інформація знаходиться під іншою юрисдикцією, і доступ до неї неможливий або ускладнений, ефективність регулювання може знизитись[21] .

Таким чином, механізми співробітництва повинні бути задіяні на міжнародному рівні з метою полегшення ідентифікації, припинення міжнародних правопорушень та надання допомоги під час виконання обов'язків, пов'язаних з ліцензуванням та наглядом. Одним з таких механізмів є підписання угоди про взаєморозуміння.

9.4 Об'єми співробітництва

Форми та зміст співробітництва постійно змінюються[22]. Важливим є надання допомоги не лише під час проведення розслідувань, а і в процесі програми контролю за дотриманням норм законодавства з метою попередження протиправних дій. Може також з'явитись потреба в обміні загальною інформацією про аспекти регулювання, включаючи інформацію фінансового та наглядового характеру, технічну експертизу, техніку нагляду та правозастосування та навчання інвесторів.

Підписання меморандумів про взаєморозуміння або інших угод певним чином регулюють процес обміну інформацією[23] . Разом з тим, формальна угода не є замінником угоди про активну співпрацю.

Являючись формальними чи неформальними, такі угоди повинні мати кілька обов'язкових характеристик:

- ідентифікація умов, за яких може надаватись допомога;
- ідентифікація видів інформації та допомоги, які можуть надаватись;
- дотримання конфіденційності інформації, що надається;
- опис способів використання інформації.

Створюючи такий механізм обміну інформацією, необхідно прийняти до уваги наступне:

- яка ринкова установа чи регулятор має доступ до інформації та здатна (-ний) надавати інформації чи допомогу;
- яким чином можна отримати доступ в рамках діючого законодавства;
- конфіденційність та обмеження використання згідно з діючим законодавством;
- форма та строки надання допомоги чи інформації;
- використання інших домовленостей між керівництвом, таких, як Меморандуми про взаєморозуміння, з метою обміну інформацією про розслідування та даними фінансового характеру.

Можуть також бути досягнуті домовленості щодо обмеження зобов'язань та прав третіх сторін, проведення регулярних консультацій між керівництвом, та щодо виключень з правил державної політики, які можуть бути зроблені тоді, коли йдеться про надання інформації.

Там, де допомога іншому органові надається шляхом обміну конфіденційною інформацією регулятора, необхідно зробити все можливе для того, щоб інформація надавалась на умовах, котрі б, з огляду на мету надання, поважали б її конфіденційність.

Для обміну інформацією та співпраці між регуляторами важливим є усунення умови "подвійної нелегальності". В процесі переходу, в той час, як одна зі сторін співпраці працюватиме над усуненням згаданої умови, важливо,

щоб будь-які умови трактувались гнучко та таким чином, щоб звести нанівець вплив на міжнародну співпрацю.

Співпраця під час здійснення важливих заходів також є необхідною. Коли це не перевищує їх компетенції та можливостей, регулятори повинні активніше застосовувати норми свого законодавства про цінні папери для попередження витрачання чи приховування прибутків отриманих незаконним шляхом, полегшуючи цим повернення грошей потерпілим інвесторам[24] .

Форми надання допомоги можуть бути наступними[25] :

- допомога в отриманні інформації відкритого та закритого характеру, наприклад, інформації про утримувача ліцензії, компанію, чиї акції проходять процедуру лістингу, акціонера, бенефіціара або особу, яка контролює дії утримувача ліцензії чи компанії;
- допомога під час отримання банківських, брокерських та інших записів;
- допомога в отриманні добровільної співпраці від тих, хто може мати інформацію про предмет запиту;
- допомога під час примусового отримання інформації у формі надання документів та усних свідчень;
- допомога під час отримання інформації стосовно регулівних процесів в окремій країні, або при відданні судових розпоряджень, таких, як, накладення судом термінової заборони.

9.5 Співробітництво між фінансовими конгломератами[26]

Зростаюча кількість фінансових конгломератів, які об'єднують діяльність різних фірм у різних фінансових секторах, посилила необхідність співробітництва з метою покращення ефективності методів та підходів нагляду. Без належної співпраці між регуляторами, важко відстежувати всі аспекти діяльності групи. Таке співробітництво є особливо важливим тоді коли, група діє в різних юрисдикціях.

Конкретні процедури контролю за фінансовими конгломератами, повинні відображати норми вітчизняних законодавств та можливість поділу регулівних зобов'язань між різними відомствами. Разом з тим, можна визначити деякі загальні питання, які потребують активної співпраці:

- структура фінансових конгломератів;
- вимоги щодо капіталу в групах конгломератів;
- інвестиції в компанії однієї групи;
- контакти між членами груп та між групами;
- співпраця з акціонерами;
- відповідальність керівництва та контроль об'єктів регулювання.

Частина III

Емітенти, посередники ринку та вторинні ринки

В частині III розглядається впровадження завдань регулювання включаючи поточне регулювання ринку з наданням особливої уваги питанням щодо розкриття інформації емітента, діяльності посередників ринку, операцій на вторинному ринку, а також розрахунків за угодами.

10. Емітенти [27]

10.1 Принципи для емітентів

14 Забезпечення повного, точного та своєчасного надання інформації щодо фінансової діяльності та іншої інформації, яка є суттєвою для інвестиційних рішень.

15 До осіб, які володіють цінними паперами підприємства, застосування принципів справедливого та рівноправного відношення.

16 Відповідність стандартів бухгалтерського обліку та аудиту міжнародним нормам щодо забезпечення відповідної якості даних.

10.2 Зміст розділу та необхідність регулювання діяльності емітентів

В розділі розглядаються головним чином питання, які відносяться до відкритої пропозиції та торгівлі цінними паперами. І тому у розділі розглядаються питання щодо публікації об'яви та інформації про емітентів, цінні папери, які пропонуються до продажу, допущені на фондову біржу цінні папери, періодичну звітність та звітність з суттєвих питань, перехід під контроль або зміни щодо контролю або зміни щодо участі, пов'язаної з володінням цінними паперами, придбаними на відкритих торгах[28] .

Термін "емітент" необхідно трактувати в широкому розумінні. Він охоплює усіх, хто мобілізує фонди ринку. Однак інформація про решту учасників, хто приймає участь в схемах спільного інвестування, розглядається в наступному розділі[29] . Вимоги щодо розкриття інформації, як такі що розглядаються у розділі 10.4, можуть розповсюджуватися окрім емітента на інших осіб, а саме директорів та керівництво компанії, андерайтерів-учасників та самих акціонерів.

Регулювання діяльності емітентів повинне забезпечити як захист інвестора, так і ефективно працюючий справедливий ринок, діяльність на якому здійснюється за встановленими правилами.

В Додатку 3 представлено деякі інші закони, в яких вміщено необхідну додаткову інформацію щодо регулювання діяльності з цінними паперами. Особливий інтерес в цьому контексті представляють:

- інформація про підприємство;

- обов'язки директорів та керівництва;
- регулювання щодо придбання підприємства іншим власником та інших угод, за якими здійснюються зміни у контролі;
- закони, за якими здійснюється випуск цінних паперів;
- розкриття інформації особам, які володіють цінними паперами, для забезпечення можливості прийняття виваженого рішення при голосуванні;
- розкриття інформації щодо акцій, які є власністю акціонерів;
- закон про неплатоспроможність.

10. 3 Своєчасне розкриття інформації

Інвестори повинні на регулярній основі бути забезпечені інформацією, яка необхідна для прийняття виважених інвестиційних рішень. Принцип повноти, своєчасності та точності розкриття поточних та достовірних інформаційних матеріалів суттєвих для прийняття інвестиційного рішення має пряме відношення до завдання щодо забезпечення захисту інвесторів та ефективно працюючих справедливих прозорів ринків.

10. 4 Вимоги щодо розкриття інформації

Правила щодо розкриття інформації повинні охоплювати, як найменш[30] :

- умови пропозиції цінних паперів до відкритого продажу;
- зміст та розповсюдження проспектів та іншої документації щодо пропозиції (а в окремих випадках - стислої інформації щодо структури або документації з первинною інформацією);
- додаткову документацію, підготовлену щодо пропозиції;
- розміщення об'яв про цінні папери, які пропонуються до продажу;
- інформацію про осіб, які мають значний інтерес щодо підприємства, цінні папери якого котуються на фондовій біржі;
- інформацію про осіб, які мають наміри щодо здійснення контролю над підприємством (детально розглядається нижче);
- інформаційні матеріали щодо ціни або вартості цінних паперів, які зареєстровані на фондовій біржі;
- періодичні звіти;
- рішення акціонерів прийнятих голосуванням.

Розкриття інформації повинно задовольняти таким вимогам: чіткість, достатня міра конкретизації та своєчасність. Конкретні вимоги щодо розкриття інформації повинні доповнюватися загальною вимогою до розкриття інформації. За таким загальним принципом щодо розкриття інформації можна забезпечити виконання вимоги щодо розкриття усієї суттєвої інформації, яка відноситься до конкретного інвестиційного рішення. За іншим підходом щодо такої загальної вимоги до надання інформації розкриттю підлягає уся суттєва інформація, яка застережить процес розкриття від надання невідповідної інформації[31].

Регулювання повинне забезпечити достатність та точність інформації. Це, як правило, охоплює санкції та обов'язки підприємства, яке здійснює випуск цінних паперів, та відповідальних осіб, які не виявили належної обачності при збиранні та забезпеченні інформацією. Регулювання повинне забезпечити належну відповідальність за зміст інформації та, в залежності від обставин, відповідальність таких осіб як підприємство, яке здійснює випуск цінних паперів, андерайтерів, бізнес-консультантів, директорів, уповноважених працівників підприємства, і таких експертів та радників, за згодою яких в документи вносяться дані про них або осіб, які надають консультаційні послуги.

Регулюючим органам також необхідно взяти до серйозної уваги обставини, при яких для забезпечення належного функціонування ринку може вважатися за необхідне надання інформації не в повному обсязі: наприклад, у випадку комерційної таємниці або незавершених переговорів. Для обмеженого кола обставин, коли на ринку є потреба в частковій відмові від завдань повного та своєчасного розкриття інформації, може виникнути необхідність в тимчасовому призупиненні проведення торгів або обмеженні торгівельної діяльності осіб, які володіють більш повною інформацією. За таких обставин проведення торгів повинне бути заборонене при відсутності розкриття інформації в повному обсязі.

10.5 Інформація щодо внутрішнього контролю за діяльністю підприємства

Для забезпечення рівноправного та справедливого відношення до акціонерів регулювання повинне встановлювати вимогу щодо розкриття інформації про цінні папери, які знаходяться у власності керівництва та осіб, які мають значний інтерес як власники підприємства. Ця вимога, як правило, стосується інформації, яка необхідна для прийняття виваженого інвестиційного рішення на вторинному ринку.

Рівень розкриття інформації є різним в залежності від юрисдикції, але як правило він встановлюється набагато нижче рівня, який характеризує рівень надання інформації, пов'язаний з контрольним пакетом. Більш жорсткі умови щодо розкриття інформації можуть бути доцільними для осіб, які мають плани щодо здійснення контролю.

Характер розкриття інформації також має суттєву різницю, але повне відкрите оприлюднення інформації, як правило, вважається інструментом, який найкращим чином відповідає основній стратегії логіки розкриття інформації при змінах в контролі над підприємством, які відбулися або які передбачаються. Регулювання повинно забезпечити норму щодо потреб в інформуванні акціонерів у випадку такого підприємства.

Інформація, яка сприяє прийняттю виваженого рішення, відрізнятиметься в залежності від типу угоди, але загальне завдання лишається справедливими для пропозицій за готівку, пропозицію на тендері та придбання через біржі, при реструктуризації та приватизації. Як правило, за зазначених вище обставин це вимагатиме від акціонерів підприємства:

- наявності обгрунтованого терміну для розгляду будь-якої пропозиції, за якою особа набуватиме у власність значну частку підприємства;
- отримання відповідної інформації для забезпечення їм можливості ознайомлення з правами за будь-якою пропозицією, коли особа набуватиме у власність значну частку підприємства;
- з практичних міркувань гарантій задовільних та рівних можливостей щодо участі в реалізації прав по будь-якій пропозиції, за якою особа набуватиме у власність значну частку підприємства;
- рівноправних та справедливих відношень до акціонерів (особливо що стосується акціонерів, які не є власниками контрольного пакету), що має поширюватися на будь-яку пропозиції;
- відсутності несправедливого нерівноправного відношення та дій з боку директорів, які представляють будь-яку сторону за угодою, або невиконання директорами доброчинних дій у відповідь або ненадання рекомендацій стосовно пропозиції.

10. 6 Стандарти бухгалтерського обліку та аудиту

Сумісність та достовірність фінансової інформації є важливими вимогами для прийняття виваженого рішення. Загальна фінансова звітність повинна надавати відомості про фінансовий стан, результати діяльності підприємства, рух грошових коштів, та зміни у складі власників акцій підприємства, які можуть бути корисними для широкого кола користувачів при прийнятті рішень. Звітність повинна відповідати наступним вимогам: вичерпність, послідовність, відповідність, достовірність та сумісність. Фінансова звітність також повинна відображати результати роботи керівництва та його звітність за довірені йому ресурси. Стандарти бухгалтерського обліку та аудиту, які базуються на вимогах забезпечення відповідної якості даних, створюють основу для виконання інших завдань щодо розкриття інформації.

Стандарти бухгалтерського обліку та аудиту є необхідним чинником гарантування достовірності фінансової інформації.

Стандарти аудиту повинні забезпечити наявність фундаментальної інформації. Повинні існувати загальні та чітко-визначені принципи бухгалтерського обліку, які відповідають міжнародним стандартам щодо якості даних та забезпечують точність та відповідність інформації про фінансову діяльність.

Завдання регулювання повинні забезпечити:

- Відповідність та своєчасність інформації, яка надається інвесторам та потенційним інвесторам.
- Відповідний механізм для визначення стандартів щодо якості даних з гарантуванням у випадку спорів або невизначеності можливості компетентного та своєчасного інтерпретування норм щодо їх відповідного застосування.
- Незалежність перевірки фінансової звітності та відповідності принципам бухгалтерського обліку шляхом проведення зовнішньої аудиторської перевірки.

- Забезпечення проведення будь-якої аудиторської перевірки на основі прийнятих міжнародних стандартів.
- Правила, за якими гарантується незалежність аудитора.
- У випадках, коли регулюючий орган в своїй роботі керується пакетом прийнятих міжнародних стандартів, для ефективного сприяння мобілізації зовнішнього капіталу необхідно дозволити використання таких стандартів як допоміжного інструменту для забезпечення сумісності інформації, отриманої з різних країн, та для сприяння більш ефективній мобілізації капіталу[32] .
- Механізм, за яким гарантується відповідність міжнародним стандартам бухгалтерського обліку та аудиту.

11. Схеми спільного інвестування[33]

11.1 Принципи схем спільного інвестування

17 Система регулювання повинна встановлювати стандарти щодо ліцензування та регулювання осіб, які мають наміри розвивати та реалізовувати схеми спільного інвестування.

18 Системою регулювання повинні встановлюватися правила щодо юридичних форм та структури схем спільного інвестування та окремого збереження та захисту активів клієнтів.

19 Регулювання повинне встановлювати вимоги до розкриття інформації за принципами для емітентів, яка є необхідною для оцінки прийнятності схеми спільного інвестування для конкретного інвестора та оцінки частки інвестора у схемі.

20 Регулювання повинне забезпечити наявність відповідної та оприлюдненої бази, за якою здійснюється оцінка активів та визначення ціни і викупу паїв в схемі спільного інвестування.

11.2 Зміст розділу

Термін "схема спільного інвестування" охоплює уповноважені фонди відкритого типу, які на регулярній або тимчасовій основі викуповують свої паї або акції. Він також включає фонди закритого типу, акції або паї яких виставляються на торги цінними паперами, пайові інвестиційні трасти та структури, які діють на контрактній основі типу європейської моделі UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Traded Securities)*[34] .

Юридична форма схем спільного інвестування залежить від юрисдикції, але незважаючи на юрисдикцію вони набувають все більш важливого значення як засіб, за допомогою якого інвестори мають різні доступи до інвестиційних можливостей.

Відповідне регулювання схем спільного інвестування є важливим для вирішення завдання щодо захисту інвесторів та повинне гарантувати доступ інвесторів до ринку, діяльність на якому заснована на принцах справедливості.

Інвестори схем спільного інвестування в своїй діяльності покладаються на операторів схем, які керують їхніми фондами та діють в їх інтересах.

11. 3 Правові засади діяльності оператора

Повинні існувати чіткі критерії, за якими приймається рішення щодо діяльності схеми спільного інвестування. Захист інтересів інвестора є ключовим завданням, і в залежності від міри, за якою системою регулювання встановлюються конкретні вимоги, розглядися можуть такі аспекти, як:

- чесність та справедливість оператора;
- компетентність щодо здійснення функцій та обов'язків оператора схеми;
- фінансова спроможність;
- конкретні повноваження та обов'язки оператора;
- порядок щодо внутрішнього керування.

11. 4 Нагляд за здійсненням діяльності, конфліктами інтересів та представництвом

За системою регулювання повинен здійснюватися нагляд за конкретною схемою упродовж всього часу її існування. Нагляд за діяльністю оператора повинен сприяти застосуванню стандартів, які базуються на відповідних вимогах щодо компетентності, чесності та справедливості ділових відношень. Повинні існувати чіткі повноваження щодо:

- реєстрації та надання прав схемі;
- перевірок щодо забезпечення діяльності операторів схеми у відповідності з діючими вимогами;
- розслідування можливих правопорушень;
- втручання засобами правового захисту у випадку правопорушень або невиконання обов'язків.

Ці повноваження повинні бути достатніми для можливості вчинення дій по відношенню до усіх осіб, які наглядаються щодо виконання обов'язків за схемою.

Для втілення нагляду та сприянню здійснення діяльності у відповідності з встановленими правилами необхідно мати чітко визначені вимоги до ведення документації з діяльності схеми.

При здійсненні діяльності схеми спільного інвестування виникає можливість виникнення конфлікту між інтересами інвесторів схеми та особами, які є операторами схеми або їх партнерами. Регулювання повинне забезпечити зменшення вірогідності виникнення конфлікту, а також у разі виникнення будь-яких конфліктів належне їх розслідування. У операторів не повинні виникати права, які пов'язані з нечесними недоброчинними діями інвесторів у схемі. В цілому це вимагатиме врегулювання таких питань як виконання обов'язків в найкращий спосіб, належне здійснення торгівельних операцій та своєчасність

класифікації угод, комісійних, винагороди, підконтрольних угод сторін та умов розміщення цінних паперів.

Звичайною практикою для схем спільного інвестування є діяльність на засадах уповноважених осіб. Залучення уповноважених осіб не повинно ні в якій спосіб призводити до зменшення ефективності безпосереднього регулювання схеми спільного інвестування. Уповноважена особа повинна відповідати усім вимогам за системою регулювання, які застосовуються до ведення справ особами, яким делеговані певні повноваження.

11. 5 Юридична форма та структура[35]

Системою регулювання повинні охоплюватися юридична форма та структура схем спільного інвестування для гарантування інвесторам здійснення оцінки їх майнових прав і прав, а також можливості класифікації та збереження об'єднаних інвестиційних фондів окремо від активів інших осіб.

Юридична форма та структура, які обираються схемами спільного інвестування, обумовлені характером ризиків, пов'язаних з невиконанням обов'язків та порушеннями за схемою. Ця інформація повинна бути оприлюднена для інвесторів.

Система регулювання повинна гарантування вирішення питань, пов'язаних з ризиками інвесторів, на основі статуту, норм щодо ведення справ або обов'язкових положень документів, на основі яких розробляється схема.

11. 6 Розкриття інформації для інвесторів

Необхідно включити вимогу щодо інформації, яка є суттєвою для значення схеми і розкриття якої є необхідною для інвесторів та потенційних інвесторів. Надання інформації про схеми спільного інвестування повинне допомогти інвесторам усвідомити характер інвестиційного механізму та існуючий взаємозв'язок між ризиком та прибутком, а тому інвестори при оцінці результатів діяльності схеми прийматимуть до уваги не тільки дохідність, а також і ризики, які супроводжуватимуть процес отримання прибутку[36]. Проте інвестори повинні мати свободу щодо вибору рівня ризиків, які на них впливатимуть на ринку. Також необхідною вимогою є чітке розкриття інформації про інвестиційну політику.

Завдання, які повинні вирішуватися при розкритті інформації:

- забезпечення інвесторів достатньою інформацією для здійснення ними оцінки щодо схеми і міри її прийнятності для них як відповідного інвестиційного механізму;
- своєчасне надання інформації у формі легкій для розуміння з урахуванням усіх типів інвесторів.

Одним з аспектів розкриття інформації, який потребує значної уваги, є надання інформації про усі види винагороди та інші нарахування за схемою.

Нагляд за діяльністю оператора схеми спільного інвестування повинен забезпечити виконання встановленої інвестиційної політики та стратегії щодо здійснення торгівельної діяльності або будь-якої політики, яка є регульованою, а також додержання обмежень щодо рівня інвестування.

11.7 Захист активів клієнта[37]

Регулюючі органи повинні визначити очікувані економічні результати щодо захисту інвестора та довіри до ефективності механізмів, які діють на фінансових ринках, з метою захисту активів клієнта від ризиків, пов'язаних із збитками та неплатоспроможністю інвестиційних компаній. До активів клієнта належать готівка, цінні папери та позиції по строковим угодам , включаючи випадки з похідними, нараховані на них або отримані за ними суми, які утримуються або контролюються від особи інвесторів в схемі спільного інвестування.

Регулюючі органи повинні в рамках своєї юрисдикції вибирати такі механізми, за якими в максимальній мірі досягається виконання загального завдання щодо захисту активів клієнта з урахуванням законів про неплатоспроможність та інвестиційні послуги, за якими вони здійснюють свою діяльність, положень та досвіду, а також необхідності гарантування ефективності ринку та захисту інвестора.

Регулюючі органи повинні в рамках своєї юрисдикції аналізувати відповідність умов щодо здійснення розрахунків за цінними паперами клієнта окремо від розрахунків за цінними паперами, які належать інвестиційній компанії.

11. 8 Оцінка активів та вартості

Регулювання повинне сприяти забезпеченню справедливої та точної оцінки майна схеми спільного інвестування, а також правильної оцінки вартості чистих активів схеми[38] . Інформація про вартість активів та розрахунок ціни повинна надавати можливість інвестору оцінити результати діяльності з часом. Як правило інтереси інвесторів є краще захищеними при використанні звітності, яка базується на вартості, коли можна визначити достовірну ринкову або справедливу вартість[39] .

11. 9 Викуп частки із схеми

Закон або правила, за якими здійснюють діяльність схеми спільного інвестування, повинні забезпечити можливість викупу паїв інвесторами на основі, яка чітко викладена в установчих документах, а також гарантувати захист інвесторів через права призупинення. Регулюючі органи повинні бути інформовані про будь-які факти призупинення прав викупу.

11.10 Регулювання з питань міжнародної співпраці[40]

Зростаюча кількість схем спільного інвестування, які знаходяться під різною юрисдикцією, з'являється на ринках. Також звичайною є практика, коли бізнес-консультанти, менеджери та зберігачі належать до різної юрисдикції;

вони можуть належати до іншої юрисдикції ніж інвестори, в цілях яких засновується схема[41] . При затвердженні схем повинна враховуватися можливість необхідності прийняття ними участі в міжнародній співпраці. Ці питання більш детально розглядаються в Розділі 9.3.

12. Посередники ринку

12.1 Принципи для посередників ринку

21 Регулювання повинне встановлюватися мінімальні норми, за якими посередники ринку набуватимуть прав щодо здійснення діяльності.

22 Для посередників ринку повинні встановлюватися вимоги щодо початкового та робочого капіталу та інші вимоги щодо збалансованості між ризиками та отриманим прибутком.

23 До посередників ринку повинна застосовуватися вимога щодо здійснення діяльності у відповідності із стандартами щодо внутрішньої організації та ведення справ, які спрямовані на захист інтересів клієнтів та за якими керівництво посередника визнає первинну відповідальність за ці питання.

24 Необхідно забезпечити вимогу щодо процедури у випадку невиконання посередником ринку своїх обов'язків для зменшення до мінімуму збитків інвесторів та для контролю системних ризиків.

12.2 Зміст розділу

В цьому розділі до визначення "посередники ринку" входять особи, діяльність яких пов'язана з керуванням окремими інвестиційними портфелями, виконанням доручень, виконанням угод та розподілом цінних паперів і забезпеченням інформацією, яка відноситься до торгівлі цінними паперами.

Регулювання різних категорій посередників повинне встановлювати критерії щодо надання посередникам права для здійснення діяльності, капіталу та збалансованості ризиків та прибутків, поточного нагляду та дисциплінарних вимог до осіб, які уперше розпочинають діяльність та наслідків, що наступають у випадку невиконання зобов'язань та фінансової неспроможності.

Нагляд за посередниками ринку перш-за все необхідно спрямувати на ті ланки, де їх капітал, кошти клієнтів та довіра до них громадськості можуть підпадати під ризики[42] . До таких ризиків відносяться випадки, коли:

- некомпетентність або невідповідне керування ризиками можуть призвести до неможливості належного виконання, неможливості отримати вчасно розрахунки або неможливості надати відповідну консультацію;

- невиконання зобов'язань може призвести до невідповідного використання коштів, майна клієнта, невідповідного виконання інструкцій клієнта на власну користь посередника при здійсненні торгівельної діяльності ("front running"- *Практика одержання зиску торгівцем на товарній чи фондовій біржі, коли він, маючи доступ до ще закритої інформації, купує частину певного товару чи акцій певної компанії, за якими в скорому часі передбачається велика транзакція, здатна вплинути на ситуацію на ринку. На фондовій біржі з цією метою купують опціон на акції, ціна яких зросте внаслідок великої блокової транзакції, а на товарній для цього здійснюють подвійну торгівлю (**dual trading**))*, маніпуляцій та інших дій, які не відносяться до торгівельної діяльності, або обману з боку посередника або його персоналу;
- неплатоспроможність посередника може призвести до втрати коштів клієнта, можливостей щодо операцій з цінними паперами та торгівельних операцій, а також можливості приниження довіри до ринку, на якому приймає участь посередник.

12.3 Ліцензування та нагляд

При ліцензуванні[43] та нагляді за посередниками ринку повинен встановлюватись перелік мінімальних вимог для учасників ринку та забезпечення рівноправного відношення до усіх посередників, які діють в аналогічних умовах. Це також повинне зменшити ризики, пов'язані із збитками інвесторів, які виникають внаслідок халатності або невідповідних дій або невиконання норми щодо відповідності капіталу.

Вимогою до процесу ліцензування є всебічна оцінка заявника, та всіх інших осіб, які уповноважені контролювати або мати суттєвий вплив на заявника.

Орган, який здійснює ліцензування, повинен мати повноваження щодо відхилення заяв, які не відповідають встановленим нормам.

Орган ліцензування повинен мати повноваження щодо відкликання ліцензії або запровадження санкцій проти ліцензіата у випадках невиконання ним вимог щодо надання права на здійснення діяльності.

Інформація щодо змін у контролі або суттєвих факторів повинна доводитися до компетентного органу для забезпечення підтвердження відповідності посередника. Регулюючий орган повинен мати повноваження щодо відкликання ліцензії та повноважень у випадках, коли зміни у контролі призводять до невиконання відповідних вимог.

Необхідно взяти до уваги наступні питання:

- Регулювання повинно чітко встановлювати умови, за якими учасникам надається право для здійснення діяльності. Умови щодо надання права для здійснення діяльності повинні застосовуватися без протиріч та не повинні визначатися регулюючим органом, але у випадках, наприклад, організацій, діяльність яких не підпадає під

регулювання, процес вимагатиме відповідного нагляду з боку регулюючого органу.

- При регулюванні необхідно визначитися, чи рішення щодо участі на ринку через посередників повинне базуватися на підтвердженні відповідних знань, ресурсів, кваліфікації та етичного ставлення (беручи до уваги спосіб ведення справ за попередній період)[44] .
- Регулюючий орган повинен мати повноваження щодо відмови у видачі ліцензії посереднику у випадку невиконання таких вимог.
- Необхідно включити вимоги щодо початкового капіталу для фірм, які здійснюють діяльність з цінними паперами, як умови, за якою надається право для здійснення діяльності. Це є гарантією того, що власники справи мають безпосередньо фінансовий інтерес в бізнесі. Вимога щодо капіталу повинна буде чинною і надалі, за якою на періодичній основі повинна подаватися звітність регулюючому органу або компетентній саморегульованій організації. Вимога щодо робочого капіталу повинна бути безпосередньо пов'язана з характером діяльності, якою займатиметься посередник. Фінансовий стан посередника повинен перевірятися на регулярній основі незалежними аудиторськими фірмами.

Для забезпечення чинності подовженої ліцензії необхідно включити вимогу щодо періодичного поновлення відповідної інформації та вимогу щодо надання звітності про суттєві зміни в обставинах, які впливають на умови видачі ліцензії.

Для забезпечення можливості інвесторів захисту своїх власних інтересів у найкращий спосіб регулюючий орган повинен забезпечити можливість оприлюднення відповідної інформації про ліцензіата, а саме категорію отриманої ліцензії, обсяг наданих повноважень, визначення щодо керівництва та уповноважених осіб діяти від особи посередника[45].

12.4 Відповідність капіталу[46]

При відповідному нагляді за нормами щодо робочого капіталу гарантується більш надійний захист інвесторів та стабільність фінансових систем.

Норми щодо відповідності капіталу[47] сприяють довірі у фінансові ринки та повинні надавати можливості фірмі нести окремі збитки особливо у випаду різкого погіршення стану справ на ринку із створенням таких умов, при яких фірми, які здійснюють діяльність з цінними паперами, зможуть ліквідуватися у відповідно короткий строк без збитків для свої клієнтів або клієнтів інших фірм без будь-яких наслідків на впорядкованість функціонування фінансових ринків. Норми щодо капіталу повинні розроблятися з урахуванням часу, який надається наглядовим органам для втручання для вирішення питання щодо закриття фірми за встановленим порядком.

Фірма повинна забезпечити наявність відповідних фінансових ресурсів для виконання пов'язаних з її діяльністю зобов'язань та для вирішення питань, що виникають у випадку виникнення пов'язаних з діяльністю фірми ризиків. Ризики можуть виникати у випадку здійснення діяльності неліцензованими та

поза-балансовими філіями, і регулювання повинне встановлювати вимогу щодо інформації про діяльність таких філій.

Перевірка щодо норми відповідності капіталу повинна вирішувати питання, пов'язані з ризиками, рішення по яких залежить від характеру та переліку видів діяльності, які здійснює фірма.

12. 5 Виконання норм щодо здійснення діяльності та інших вимог щодо збалансування ризиків та отриманого прибутку[48]

Посередники ринку повинні вести справи у спосіб, який захищає інтереси їх клієнтів та сприяє цілісності ринку[49] .

Керівництво посередника ринку повинне нести первинну відповідальність за забезпечення дотримання відповідних норм щодо ведення справ та дотримання відповідних процедур, які визначені в цілому для фірми. Це охоплює належне керування ризиками, які пов'язані з діяльністю посередника[50] . Регулювання не повинне гарантувати вилучення ризику з ринкового простору[51], але воно повинне забезпечити відповідне керування таким ризиком. Доцільним є проведення періодичної оцінки процесів, які пов'язані з керуванням ризиками особи, діяльність якої регулюється. Саморегульовані організації та треті особи, такі як зовнішні аудиторські фірми, можуть залучатися для надання допомоги в цьому процесі.

В процесі здійснення діяльності можуть траплятися порушення всупереч існуванню внутрішніх положень щодо запобігання невідповідного ведення справ та необережності. Для регулюючого органу не є притаманним здійснення поточного нагляду за дотриманням таких внутрішніх положень. Це є обов'язок керівництва посередника. Керівництво повинне гарантувати можливість виконання такого зобов'язання. Воно повинно усвідомлювати характер діяльності, яку здійснює фірма, положення щодо здійснення внутрішнього контролю фірми, та методики щодо оцінки ризику. Воно повинно чітко усвідомлювати ступінь їх власних повноважень та відповідальності. Воно повинно мати своєчасний доступ до всієї відповідної інформації щодо діяльності та мати можливість отримати усі необхідні консультації щодо такої діяльності та своїх обов'язків. На прохання регулюючого органу йому також повинна надаватися така інформація.

Детальна інформація щодо відповідної внутрішньої організаційної структури фірми буде відрізнятися в залежності від розмірів фірми, характеру діяльності та ризиків, які бере на себе фірма, але, як правило, регулювання посередників ринку повинно охоплювати наступні норми:

- Цілісність та обачність. Фірмою повинні виконуватися норми щодо цілісності та справедливого ведення справ та здійснення діяльності на основі відповідного забезпечення та обачності у спосіб, який у максимальній мірі служить інтересам замовників та цілісності ринку.
- Умови оформлення. Як правило за необхідне та доцільне вважається наявність угоди на виконання, яка укладається у письмовій формі. Фірма в свою чергу повинна бути готова надати замовнику повну фінансову звітність

в достатньому обсязі щодо виконання обов'язків по відношенню до замовника.

- Інформація про замовників. Фірма повинна докладати зусиль щодо отримання від замовників будь-якої інформації щодо обставин та інвестиційних цілей, які пов'язані з наданням послуг. Необхідно розробити методики та процедури, які забезпечуватиме цілісність, безпеку, наявність, достовірність та повноту усієї інформації включаючи документацію та дані, які зберігаються в електронній формі і відносяться до сфери діяльності фірми. У випадках, коли діяльність посередника пов'язана з наданням конкретних консультацій, особливої важливості набуває надання консультацій у відповідності з обставинами та потребами замовника: як правило це питання підпадає під правила ведення справ щодо вимоги до посередника "обізнаності із своїм замовником".
- Інформація про замовників. Фірма повинна у зрозумілій формі та своєчасно надавати своїм замовникам відповідну інформацію необхідну для прийняття збалансованого і виваженого інвестиційного рішення. При регулюванні необхідною вимогою може бути забезпечення надання інформації в конкретній формі у випадках, коли за результатами діяльності може виникати ризик, який може не бути очевидним для інвестора. При прийнятті рішення по кадровим питанням та при проведенні програм навчання необхідно забезпечити усвідомлення персоналом, який надає консультаційні послуги, характеру результатів, які буде отримано за наданими ними консультаційними послугами[52].
- Активи замовника. У випадках, коли фірма здійснює контроль, або в будь-який

інший спосіб відповідає за активи замовника, які він має зберігати, фірма повинна забезпечити їх належний захист (окреме збереження та ідентифікація таких активів) у відповідності з взятими на себе зобов'язаннями. Такі заходи направлено на: забезпечення захисту від розтрати, сприянню передачі позицій у випадках серйозних зривів у роботі ринку, застереження у використанні фондів клієнтів в торгівельних операціях з майном або для фінансування діяльності посередника та надання необхідної допомоги для припинення діяльності конкретної фірми за регламентованою процедурою у випадку неплатоспроможності.

- Ринковий досвід. Фірма повинна виконувати встановлені норми щодо ведення справ у відповідності з принципами ринку, а також вона повинна діяти у відповідності з будь-яким законом, кодексом та нормою, які є чинними для фірми. Відповідність діяльності фірми до усіх правових та нормативних вимог, які застосовуються, а також до внутрішніх положень фірми повинні наглядатися при здійсненні окремої функції щодо контролю за відповідністю дій, за якою звітність подається безпосередньо до керівництва підрозділу, який є повністю незалежним від підрозділів, які здійснюють діяльність.
- Необхідно запровадити ефективну політику щодо контролю за здійсненням діяльності та процедур, за якими здійснюється діяльність, а також контролю поточної діяльності фірми. Ефективність таких процедур щодо здійснення діяльності та заходів контролю повинні оцінюватися у світлі їх можливості достатнього забезпечення:
    a. ефективного обміну інформацією між фірмою та її клієнтами включаючи необхідність розкриття інформації клієнтам;

б. цілісності методик фірми щодо ведення справ включаючи ставлення до усіх клієнтів, яке засновано на принципах чесності, справедливості та професійності.

в. захисту активів фірми та клієнтів, які виключають несанкціоноване використання та розпорядження;

г. ведення відповідної бухгалтерської та іншої звітності, та достовірності інформації; і

д. відповідності до усіх правових та нормативних вимог;

е. відповідного поділу ключових обов'язків та функцій, особливо обов'язків та функцій, при виконанні яких однією фізичною особою, можуть виникнути непомітні помилки або підозра щодо зловживань, які роблять фірму та її клієнтів уразливими щодо ризиків.

- Конфлікт інтересів. Фірма повинна докладати зусиль щодо уникнення будь-якого конфлікту, що виникає, але у випадках, коли виникає конфлікт, забезпечити справедливе ставлення до усіх своїх клієнтів шляхом відповідного надання інформації, внутрішніх правил щодо конфіденційності або відмови діяти з неможливістю уникнути конфлікту. Фірма не повинна ставити свої інтереси вище інтересів замовників.

- Торгівля власною продукцією. В даному випадку необхідна чітка внутрішня політика фірми, яка визначатиме випадки, коли така торгівля дозволяється. Регулятивний орган повинен одержати інформацію щодо торгівлі регульованою фірмою власною продукцією і визначити -- чи відповідає величина чистого капіталу даної фірми величині потенційного ризику, пов'язаному із такою торгівлею. Інформація, що надається, повинна бути достатньою для зрозуміння ситуації в цілому щодо комерційної діяльності та ризиків даної компанії, а також її філій. Це дозволить здійснювати регулювання торговельних операцій з маржею та виявляти конфлікти інтересів або випадки маніпулювання.

12.6 Дії у випадку дефолту посередника[53]

Дефолт посередника може мати наслідки систематичного характеру.

Регулятивний орган повинен мати чіткий план дій на випадок дефолту ринкових посередників. Оскільки обставини виникнення такої ситуації передбачити неможливо, такий план має бути гнучким.

Регулятивний орган повинен прикласти зусиль, щоб мінімізувати збитки, які може понести інвестор внаслідок дефолту ринкових посередників. Необхідною може стати система дій спрямованих на обмеження діяльності посередника; з'ясування -- чи належним чином здійснюється керівництво активами; а також поінформування ринку.

В залежності від превалюючої в даної місцевості банківської регулятивної системи, може виявитись необхідною можливість спільних дій разом із банківськими регулятивними органами, а також в разі необхідності – з регулятивними органам з питань дефолту. Щонайменше, регулятивний орган повинен мати список контактних осіб в інших місцевих, а також самих необхідних в даному випадку іноземних регулятивних органів.

12.7. Нагляд за діяльністю посередників

Регулювання повинно забезпечувати належний нагляд за діяльністю ринкових посередників на постійній основі.[54]

Регулювання повинно передбачати:

- Повноваження з проведення перевірки. Регулятивний орган повинен мати право на перевірку бухгалтерських книг, звітності та комерційних операцій ринкового посередника для того, щоб забезпечити виконання всіх відповідних вимог, навіть у випадку відсутності підозри щодо порушення правил здійснення діяльності. Слід передбачити додаткові вимоги щодо ведення звітності у повному обсязі.

- Повноваження з розслідування та правозастосування. В разі підозри щодо існування або дійсного існування порушення, даний регулятивний або інший компетентний орган повинен мати всі повноваження з розслідування та правозастосування, що обговорювались у цьому документі (Розділ 8).

- Забезпечення дисципліни та анулювання дозволу. Слід передбачити неупереджений та оперативний процес забезпечення дисципліни та, в разі необхідності, призупинення дії дозволу або його анулювання. Повноваження із забезпечення дисципліни та анулювання дозволу можуть бути делегованими відповідним СРО, але не на виключних правах, а лише на правах регулятивного нагляду.

- Скарги. Необхідно передбачити ефективно діючий механізм розгляду скарг з боку інвесторів.

12.8 Консультанти з інвестування

Консультації з інвестування є особи, які головним чином надають консультації іншим особам з питань вартості цінних паперів або доцільності інвестування в цінні папери або придбання чи продажу цінних паперів.

Якщо консультант з інвестицій також здійснює операції від імені клієнтів, контроль за капіталом, а також інші види контролю за діяльністю підприємства, які, як зазначалось раніше, можуть застосовуватись до інших ринкових посередників, слід розповсюдити і на діяльність консультанта. Якщо консультант не здійснює операцій, але має дозвіл на зберігання активів клієнтів, регулювання повинно передбачати захист активів клієнтів, включаючи окремий характер зберігання та проведення регулярних перевірок (регулятивним органом або незалежною третьою стороною).

Між тим, серед консультантів з інвестицій є такі, які не здійснюють операцій від імені своїх клієнтів, не зберігають активів клієнтів, а також не здійснюють управління інвестиційними портфелями, а надають виключно консультації без надання інших послуг щодо інвестування. В такому випадку може бути достатньою вимога належного ліцензування ринкових посередників

(які користуються консультаціями зазначених консультантів з інвестицій) за вищезазначеними принципами – тоді вимога щодо окремого ліцензування консультанта з інвестицій може бути не обов'язковою.

При регулюванні діяльності консультантів з інвестування, регулятивний орган може прийняти рішення зробити особливий наголос на суттєвих критеріях ліцензування, вимог щодо капіталу та інших вимог, що рекомендуються стосовно регулювання інших ринкових посередників і наводяться у розділах 12.3 та 12.6. З іншого боку, регулятивний орган може обрати режим, що базується на розкритті інформації, за яким потенційні клієнти консультанта мають можливість обізнаного вибору консультанта на підставі відповідної інформації.

Як мінімум, система регулювання повинна передбачати наявність таких елементів:

- режим ліцензування, за яким надається право здійснювати діяльність консультанта з інвестування, а також право на ознайомлення з останнім на даний час списком ліцензованих консультантів;

- перепони щодо ліцензування осіб, які порушили законодавство з цінних паперів або відповідні положення фінансового законодавства, або кримінальне законодавство протягом визначеного періоду часу до моменту подання заяви на одержання ліцензії;

- вимоги щодо ведення звітності;

- чіткі та детальні вимоги, які визначають яку саме інформацію відносно себе повинен надавати консультант потенційним клієнтам, зокрема: дані про освіту, стаж роботи у відповідній галузі; дисциплінарні стягнення (в разі наявності),[55] інвестиційні стратегії, структура оплати за послуги, а також інші види оплати, які здійснюють клієнти, потенційні конфлікти інтересів, інформація стосовно ефективності інвестицій здійснених згідно з консультаціями(в разі необхідності). Слід передбачити вимогу поновлення та додаткового надання такої інформації в разі, якщо мали місце суттєві зміни;

- правила та процедури щодо захисту гарантій, які стосуються майбутніх інвестицій, неналежного використання активів клієнтів, потенційних конфліктів інтересів;

- повноваження з проведення перевірок та правозастосування.

Серед консультантів з інвестицій є такі, які не здійснюють операцій від імені своїх клієнтів, не зберігають активів клієнтів, а також не здійснюють керування інвестиційними портфелями, а надають виключно консультації без надання будь-яких інших послуг щодо інвестування. У такому випадку достатнім може бути факт наявності у ринкових посередників, які користуються консультаціями зазначених консультантів з інвестицій, ліцензій, одержаних

відповідно до вищезазначених принципів. Таким чином, суворе окреме ліцензування консультанта з інвестицій може не вимагатись.

13. Вторинний ринок

13.1 Вторинний ринок: принципи

25 Утворення торговельних систем, включаючи біржі з торгівлі цінними паперами, повинно здійснюватись за умов надання дозволу та забезпечення контролю з боку регулятивного органу.

26 Необхідно забезпечити наявність контролю за діяльністю бірж та торговельних систем з боку регулятивного органу, який повинен забезпечити цілісність торговельних операцій завдяки введенню неупереджених та однакових для всіх правил, які належним чином враховують інтереси різних учасників ринку.

27 Регулювання повинно сприяти підвищенню прозорості торговельних операцій.

28 Регулювання повинно виявляти та запобігати маніпулюванню, а також іншим практикам справедливої торгівлі.

20 Ціль регулювання повинна полягати у належному вирішенню проблем, пов'язаних із виявленням значних порушень, ризиком дефолту, ринкової кризи.

30 Система здійснення клірингу та розрахунків за угодами по цінних паперах повинна контролюватись регулятивним органом і мати таку структуру, щоб було очевидно, що вона є ефективною і дозволяє зменшити систематичний ризик.

13.2 Коло питань, що розглядається у даному розділі

В цьому документі слово "ринки" слід розуміти у самому широкому значенні – воно включає служби та структури, що стосуються акцій та будь-яких похідних цінних паперів, цінних паперів як боргових зобов'язань, опціонів та деривативів.

Додатково до традиційних організованих бірж, вторинні ринки слід розуміти як такі, що включають різноманітні форми ринкових систем на яких укладаються угоди поза біржовим залом (off-floor). До таких систем відносяться електронні "дошки об'яв" та "власні" системи розроблені посередниками, які звичайно надають свої послуги іншим брокерам, банкам та інституційним інвесторам, які задовольняють кредитним вимогам оператора.

Основне завдання регулювання полягає у регулюванні організованих бірж. Ефективне регулювання конкретного вторинного ринку залежить від природи цього ринку та його учасників.

13.3 Біржі цінних паперів та торговельні системи

Рівень регулювання залежить від характеристик даного ринку, включаючи структуру цього ринку, рівень складності його учасників, прав із ведення ринкової діяльності, а також типів фінансових об'єктів торгівлі. В деяких випадках корисним може статись корисним виведення торговельної системи з-під тотального регулювання за умов необхідного погодження типу затвердження (звільнення від регулювання) з боку відповідного регулятивного органу після належного розгляду.

Створення нових бірж або торговельних систем вимагає належного затвердження. В разі прямого регулювання, відповідні питання є такі:[56]

- Компетентність оператора. Регулювання повинно передбачати оцінку компетентності оператора торговельної структури, яка виконує функції вторинного ринку. Компетенція оператора є постійною вимогою.

- Контроль за діяльністю оператора. Оператор повинен бути підзвітним регулятивному органу, коли, за умов основного ризику, пов'язаного із здійсненням розрахунку, ризику, пов'язаному із виконанням угоди або гарантією, повинен відповідати розумним та іншим вимогам, суть яких полягає у зменшенні ризику з невиконання угод.

- Дозвіл на торгівлю фінансовими об'єктами. Регулятивний орган повинен, в якості мінімальної вимоги, бути поінформованим про типи цінних паперів та їхніх похідних, по яких буде вестись торгівля на торговельній системі. Регулятивний орган повинен затвердити правила, що регулюють торговельні операції з даним фінансовим об'єктом торгівлі. Встановлення належних умов щодо зазначених об'єктів дозволить зменшити вразливість даного об'єкту щодо неналежного функціонування ринку, включаючи маніпулювання. Обговорення принципів "побудови" фінансового об'єкту торгівлі, а також умов ведення торгівлі є важливим аспектом у забезпеченні справедливого, впорядкованого, ефективного, прозорого та ліквідного ринку.

- Дозвіл учасникам брати участь у діяльності торговельної системи. Регулятивний орган повинен забезпечити на справедливій та об'єктивній основі доступ до участі у системі або на біржі. Регулятивний орган повинен забезпечити нагляд за виконанням відповідних критеріїв та процедур.

- Надання інформації з торгів. Регулятивний орган повинен перевірити – чи всі учасники ринку однакового рангу мають однаковий доступ до інформації торговельного характеру. Будь-яка диференціація учасників за доступом до інформації з проведення торгів повинна здійснюватись на раціональній та розумній основі. Неоднаковий доступ до такої інформації не повинен ставити певні категорії учасників у невигідні умови.

- Надання розпоряджень. Процедури з надання розпоряджень у системі підлягають розкриттю регулятивному органу та учасникам ринку. Вони повинні застосовуватись на справедливій основі і не повинні

порушувати відповідні положення, які стосуються діяльності з цінними паперами (напр.: пріоритет певного клієнта або заборона практики "випереджаючого бігу" (*front running*)).

- Виконання торговельної угоди. Регулятивний орган та учасники ринку підлягають ознайомленню з правилами виконання розпоряджень. Ці правила повинні розповсюджуватись на всіх учасниках на умовах неупередженості та справедливості.

- Звіти щодо операцій після укладення угоди та оприлюднення інформації з виконаних транзакцій підлягають наданню всім учасникам на однакових для всіх підставах. Необхідним є наявність аудиторського сліду та повної документації.

- Контроль за функціонуванням системи та діями учасників з боку оператора. Регулятивний орган повинен оцінити надійність всіх заходів оператора щодо моніторингу, нагляду та контролю за функціонуванням торговельної системи та діями її учасників з метою забезпечення неупередженості, ефективності, прозорості та захисту інвесторів, а також – відповідності законодавству з цінних паперів. Оператор торговельної системи повинен забезпечити регулятивний орган процедурами з розв'язання спорів, а також розгляду апеляцій, стандартами технічних систем та порядком дій на випадок неналежного функціонування, інформацією щодо системи ведення обліку, звіти про факти можливих порушень законодавства, процедури поводження із коштами та цінними паперами клієнта, інформація щодо порядку здійснення клірингу та розрахунків за торговельними угодами. Необхідно передбачити механізм, який би забезпечував ідентифікацію та розгляд неналежних умов ведення торгівлі, а також вирішення питань, що стосуються порушень законодавства (в разі виявлення фактів таких порушень).

- Порушення нормального ходу торгів. Регулюючому органу необхідно надати деталі процедур з перерв у торгах, інші обмеження щодо ведення торгів, а також допомогу, якою може скористатись регулюючий орган у випадках можливого порушення нормального ходу торгів у системі.

Учасники ринку підлягають ознайомленню з правилами та операційними процедурами, що регулюють ці питання.

13.4 Постійний контроль за функціонуванням систем, а також інформацією щодо ринкових процесів

Регулюючий орган повинен бути завжди впевненим в тому, що відповідні умови щодо затвердження і які вважаються за необхідні, завжди виконуються в процесі функціонування.

Доповнення та зміни до правил функціонування торговельної системи, або надаються регулюючому органу в готовому вигляді або підлягають затвердженню ним.

Затвердження торговельної системи підлягатиме перевірці або анулюванню регулятивним органом, якщо з'ясується, що дана система не задовольняє умовам, необхідним для затвердження, або законодавству з цінних паперів.

13.5 Прозорість проведення торгів[55]

Прозорість можна визначити як ступінь, до якого інформація, що стосується проведення торгів (включаючи період до і після укладення угоди) є доступною широкому загалу в режимі реального часу. Інформація з операцій до моменту укладення угоди стосується виставлення твердих пропозицій з купівлі та продажу на перевантаженому ринку та ринку котирувань, як засіб поінформування інвесторів (з певним ступенем довіри) -- чи можуть укладати угоди та за якими цінами. Інформація з операцій після укладення угоди включає ціни та об'єми по всіх дійсно укладених поодиноких транзакцій.

Забезпечення можливості своєчасного одержання інформації є одним із найважливіших моментів у регулюванні ходу торгів на вторинному ринку. Така можливість своєчасного доступу до відповідної інформації з торгів на вторинному ринку дозволяє інвесторам краще контролювати свої інтереси та зменшити ризик щодо маніпулювання та інших нечесних практик ведення торгівлі.[58]

В разі, коли на ринку дозволяється певний відступ від вимоги забезпечення прозорості в реальному режимі часу, умови такого дозволу повинні бути чітко сформульованими. Відповідна ринкова структура (її функції можуть виконуватись оператором біржі або регулятивним органом або органом, який поєднує функції вищезазначених органів) повинна, в кожному такому випадку, мати повну інформацію, щоб мати можливість оцінити потребу у відступах у вимогах та, в разі необхідності, визначити альтернативи.

13.6 Заборона маніпулювання, а також інших практик нечесної торгівлі

Регулювання торговельної діяльності на вторинному ринку повинно передбачати заборону маніпулювання; діяльність, що вводить в оману; ведення інсайдерської торгівлі; а також виконання інших дій, які носять характер шахрайства або вводять в оману, і які можуть призвести до спотворення системи відображення дійсних цін та поставити у невигідне становище інвесторів або завдати їм шкоди.

Для уникнення та виявлення таких дій, передбачається таке: забезпечення прямого контролю, проведення перевірок, вимоги щодо характеристик фінансового об'єкту торгівлі, звітування, введення обмежень на спекулятивні угоди, правила регулювання розрахункових цін або призупинення здійснення угод на ринку посилених за рахунок жорсткого забезпечення дотримання законодавства та правил торгівлі.

Регулюючий орган повинен забезпечити наявність всіх необхідних механізмів здійснення моніторингу торгівлі на постійній основі. Ці механізми

повинні сигналізувати про наявність незвичайного або потенційно невірного ходу ведення торгівлі і, таким чином, ініціювати розслідування таких фактів.

Особливу увагу треба приділити забезпеченню достатності регулювання операцій міжринкового характеру – наприклад, дії, коли здійснюється маніпулювання цінами на цінні папери або їхні похідні з метою одержання прибутку через торгівлю опціонами, варрантами або їхніми деривативами.

Коли торгівля ведеться по базових відсотках в однієї країні, законодавство якої є відмінним від законодавства країни, в якої ця торгівля ведеться по деривативах, або коли ведеться торгівля ідентичними фінансовими продуктами у двох країнах із різними законодавствами, можуть скластися підстави для появи випадків шахрайства та маніпулювання, оскільки для регулюючого органу однієї країни важко здійснювати моніторинг ринкової діяльності безпосередньо або проводити розслідування діяльності на ринку в іншій країні у повному обсязі. Необхідно забезпечити для регулюючих органів відповідних країн обмін адекватною інформацією, достатньої для забезпечення ефективного правозастосування.

13.7 Ризик значних потенційних збитків.[59] Процедури, що стосуються дефолту та порушення нормального ходу функціонування ринку

Вираз "ризик значних потенційних збитків" стосується відкритої позиції, яка є достатньою, щоб вважатись ризиковою для ринку або клірингової фірми. Щоб належним чином оцінити рівень ризику, відповідні ринкові структури повинні більш щільно слідкувати за ризиками значних потенційних збитків та забезпечити обмін інформацією між собою.

Відповідним ринковим структурам слід передбачити механізми, які сприятимуть оперативному обміну вищезазначеною інформацією через відповідні канали.

Для ідентифікації ризику значних потенційних збитків служать рівні ідентифікації (*trigger levels*) – відповідні кількісні або якісні критерії. Відповідні ринкові структури повинні встановити рівні ідентифікації, які вважаються прийнятними для їхніх ринків. Для забезпечення виконання даної функції моніторингу, зазначені структури повинні мати доступ до інформації щодо величини та бенефіціарної власності безпосередніх клієнтів учасників ринку щодо позицій. Тоді дані структури зможуть здійснювати належні дії – наприклад, вимагати від даного учасника зменшити ризик значних потенційних збитків або збільшити вимоги щодо додаткового забезпечення.

В разі ненадання учасником ринку такої інформації відповідній ринковій структурі, остання повинна мати можливість зробити відповідні кроки – наприклад, накласти обмеження на подальшу торговельну діяльність зазначеного учасника, вимагати закриття відповідних позицій, вимагати збільшення величини додаткового забезпечення, позбавлення привілеїв пов'язаних із торгівлею.

Відповідні ринкові структури повинні забезпечити доступ учасників ринку до відповідної інформації щодо ринкових процедур з дефолту

Регулятивні органи повинні забезпечити ефективність та прозорість процедур з дефолту.

Ринкові структури, які забезпечують здійснення операцій з відповідними фінансовими продуктами (кошти або деривативи) повинні консультуватись між собою, якщо це є необхідним в цілях мінімінізації негативних наслідків в разі порушення нормального функціонування ринку. В такому випадку потрібною може бути інформація такого характеру: план дій у разі виникнення непередбачених обставин, список контактних осіб та заходів в масштабі структури з метою виправлення ситуації, що виникла, а також інформації щодо ринкових умов (наприклад: заходи з боку ринкових структур, ціни, торговельна діяльність та сукупні дані, що стосуються ринку). Ці питання розглядаються у частині 12.

13.8 Розрахунки та кліринг[60]

Розрахунково-клірингові системи -- це системи, які забезпечують процес надання та обміну даними або документами для цілей обчислення величини за зобов'язаннями учасників системи, що дозволяє здійснювати розрахунки за цими зобов'язаннями та передачу коштів та/або цінних паперів. Учасники ринку повинні бути ознайомлені з правилами та процедурами, що регулюють функціонування розрахунково-клірингових систем.

Необхідно передбачити прямий контроль за функціонуванням розрахунково-клірингової системи та діяльністю їхніх операторів.

13.9 Регулятивні акти та норми щодо розрахунково-клірингових систем

Регулятивні органи розрахунково-клірингових організацій повинні вимагати створення такого правового забезпечення, яке б дозволило їм забезпечити відповідальність та підзвітність таких систем, а також можливість здійснювати моніторинг та, якщо можливо, передбачати та уникати проблем пов'язаних із здійсненням розрахунково-клірингової діяльності. Сюди слід віднести: право регулятивного органу на розгляд механізмів функціонування системи та встановлення операційних стандартів/норм для цілей забезпечення ефективності та захисту. Регулятивним органам слід надати право видавати директиви, які мають бути обов'язковими для виконання розрахунково-кліринговими організаціями.

Обов'язково, щоб регулятивний орган мав можливість здійснювати перевірку діяльності розрахунково-клірингових служб на регулярній основі. Для розрахунково-клірингових організацій слід передбачити обов'язкове надання звітів регулятивному органу, а також можливість проведення регулярних або, в разі необхідності, спеціальних аудиторських та звичайних перевірок.

13.10 Ефективність розрахунково-клірингових систем

Забезпечення діяльності розрахунково-клірингових систем повинно передбачати якомога оперативну процедуру затвердження/незатвердження укладеної угоди -- відповідна норма повинна передбачати максимальне наближення до режиму реального часу. Інформація щодо угоди повинна бути доступною для перевірки, оскільки вона є підставою для здійснення розрахунку. Повністю автоматизований зв'язок між торговельною системою та розрахунковою системою в цілому сприятиме досягненню такої мети. В разі, якщо біржа або торговельна система не в змозі забезпечити такий зв'язок, вона повинна вимагати від учасників виконати кроки, які повинні забезпечити швидке і, разом з тим, належне надання даних щодо угод відповідній кліринговій службі.

13.11 Питання щодо можливих ризиків, які пов'язані із діяльністю розрахунково-клірингових систем: додаткове забезпечення, взаємозалік, короткий продаж, позика у формі цінних паперів

Слід передбачити процедури із забезпечення ідентифікації та моніторингу ризиків на постійній основі. Регулятивні органи ринку цінних паперів повинні цікавити не лише тим, як можливо зменшити ризик, але й разом з тим і як треба розподілити ризик між учасниками.

Ключовим моментом тут є забезпечення контролю за стабільністю (в тому числі фінансової), а також діяльністю учасників розрахунково-клірингової системи з метою мінімінізації ризику дефолту окремих її учасників, як само й загального ризику системи в цілому. Необхідним має бути наявність інформації щодо спроможності компаній, банків-членів розрахункової палати своєчасно виконувати свої зобов'язання, а також прозорість процедур у випадку дефолту. Вимоги щодо додаткового забезпечення (дивись нижче) можуть використовуватись разом із іншими механізмами для цілей управління ризиком учасників ринку, розрахункових палат та бірж. Інші типи контролю ризику включають: "запобіжник" (*circuit breaker*), офіційні обмеження, які розповсюджуються на спекулятивні угоди, що укладаються на біржах (*position limits*), обмеження по цінах, призупинення торгівлі певними цінними паперами, достатність основного капіталу, системи управління ризиком, експлуатаційні норми, обмеження на отримання позики, величина страхової відповідальності, дублюючі системи та гарантійні фонди.[61]

Короткий період часу, що відводиться для здійснення розрахунків зменшить ризик, що припадає на учасників. "Т+3" є стандартним розрахунковим періодом, який рекомендується для ринків акцій "Групою тридцяти". В такому випадку слід застосовувати схему "поставка проти сплати", за якою перехід власності здійснюється одночасно із сплатою. Схема "поставка проти сплати" дозволяє зменшити ризик того, що учасник поставить іншій стороні за угодою цінні папери на повну вартість і ніякої оплати при цьому не одержить. Така схема передбачає здійснення поставки лише тоді, коли здійснюється оплата.

Централізований депозитарій або реєстр цінних паперів, підключений до розрахунково-клірингової системи, утворює надійний фундамент безпеки та

ефективності розрахунково-клірингових систем. З часом, до національного законодавства слід вносити зміни, щоб здійснити дематеріалізацію або знерухомлення цінних паперів у депозитаріях або реєстрах, які є об'єктами регулювання.

Системи розрахунків по деривативах, щоб запобігти ризику ліквідності, повинні бути симетричними. Здійснення оплати та отримання грошей повинно бути одночасним.

13.11.1 Додаткове забезпечення[62]

Вимога із внесення додаткового забезпечення може, разом із іншими відповідними засобами, відігравати важливу роль у забезпеченні фінансової безпеки та цілісності ринків. Вимоги з додаткового забезпечення повинні забезпечувати фінансування, достатнє для покриття можливих ризиків значних потенційних збитків, пов'язаних із веденням торговельної діяльності. Ступінь достатності цих вимог необхідно періодично перевіряти.

Рівень додаткового забезпечення та відповідні процедури повинні забезпечувати зменшення ризику значних потенційних збитків учасників ринку (включаючи розрахункову палату) по кредитах, а також ринкових та інших ризиків – зокрема, ризику дефолту учасника ринку, який може статись внаслідок коливання цін на окремі фінансові інструменти та змін щодо попиту та пропозиції на ринку.

При визначені величини додаткового забезпечення, необхідно розглянути фінансові плюси від зменшення ризику. Наприклад, встановлення значної величини додаткового забезпечення може забезпечити зменшення ефекту левереджу відносно певних фінансових інструментів та збільшити торгові витрати, що може вплинути на економічну придатність деяких фінансових об'єктів торгівлі.

Слід також взяти до уваги перехресне додаткове забезпечення, а також широке коло варіантів забезпечення із прийнятною величиною ліквідності. Щоб нейтралізувати ефект від коливання попиту та пропозиції щодо торгівлі по деривативах, широко використовуються (і які слід всіляко підтримувати): переоцінка позицій у зв'язку з поточними ринковими цінами, здійснення розрахунків за угодою протягом одного операційного дня, надання додаткового забезпечення.

13.11.2 Взаємозалік

В даному контексті під взаємозаліком розуміється зменшення величини обробки або рівня ризику значних потенційних збитків у розрахунковій системі, що досягається взаємною компенсацією дебітів та кредитів учасників із незначним залишком нетто-зобов'язань. Взаємозалік разом з новацією та брутто-розрахунком в режимі реального часу є ефективними механізмами здійснення розрахунку. Регулятивний орган та учасники ринку повинні слідкувати за та аналізувати об'єми ринку та участь, щоб визначити – котрий із механізмів є найбільш придатним для їхнього ринку.[64]

13.11.3 Короткий продаж та позика у формі цінних паперів

Вважається, що короткий продаж є корисним для деяких країн в плані підвищення ліквідності.[65] В разі, якщо короткий продаж дозволено, регулювання повинно забезпечити недопущення практик маніпулювання, включаючи практики, що стосуються значної короткої позиції. В деяких національних законодавствах це забезпечується комбінацією із дозволу на позику у формі цінних паперів та обмеження коротких продажів з ліквідних акцій. Розкриття інформації з коротких продажів та позицій з позик у формі цінних паперів (або, як мінімум, звітування про них регулятивному органу) є тим інструментом, за допомогою якого забезпечується подальше зменшення ризику

Цілі та принципи регулювання ринку цінних паперів

Додаток 1

Перелік резолюцій IOSCO

(в хронологічному порядку)

1. Квітень 1983 року: Резолюція про регулювання ринків цінних паперів
2. Липень 1986 року: Резолюція про роль факторів в розвитку ринків капіталу
3. Липень 1986 року: Резолюція про приватизацію компаній, що знаходяться в державній власності
4. Липень 1986 року: Резолюція про інтеграцію фінансової діяльності в багатофункціональних органах (2)
5. Листопад 1986 року: Резолюція про взаємну допомогу
6. Липень 1987 року: Бюлетень про утворення Технічного комітету IOSCO
7. Вересень 1987 року: Резолюція про внесення змін до проспекту емісії та його спрощення
8. Вересень 1987 року: Резолюція про конвертацію іноземного боргу в цінні папери
9. Вересень 1987 року: Резолюція про співробітництво з питань нагляду та правозастосування
10. Вересень 1987 року: Резолюція про розвиток та доступ до ринків
11. Жовтень 1998 року: Заява про підтримку ініціативи Комітету з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку
12. Листопад 1988 року: Резолюція про узгодження стандартів бухгалтерського обліку та аудиту
13. Червень 1989 року: Бюлетень з питань клірингу та розрахунків
14. Червень 1989 року: Резолюція про співробітництво
15. Вересень 1989 року: Резолюція про міжнародну координацію ринків цінних паперів та деривативів
16. Вересень 1989 року: Резолюція про правила етики посередників
17. Вересень 1989 року: Резолюція про автоматизацію ринку та її наслідки для регулятивної діяльності
18. Вересень 1989 року: Резолюція про стандарти розміру капіталу
19. Вересень 1989 року: Резолюція про міжнародні пропозиції акцій
20. Листопад 1990 року: Резолюція про розподіл інформації між СРО
21. Листопад 1990 року: Резолюція про принципи нагляду за електронними торговими системами для похідних цінних паперів
22. Листопад 1990 року: Резолюція про міжнародне управління бізнес-принципами.
23. Вересень 1991 року: Резолюція про принципи меморандумів про взаєморозуміння
24. Жовтень 1992 року: Резолюція про принципи нагляду за фінансовими конгломератами
25. Жовтень 1992 року: Резолюція про підтримку Міжнародних стандартів аудиту
26. Жовтень 1992 року: Резолюція про відмивання грошей
27. Жовтень 1992 року: Резолюція про кліринг та розрахунки

28. Жовтень 1993 року: Резолюція про транснаціональне шахрайство з цінними паперами та ф'ючерсами
29. Жовтень 1993 року: Резолюція про координацію грошового ринку та ринку похідних цінних паперів
30. Жовтень 1993 року: Резолюція щодо бухгалтерського стандарту МСБО 7
31. Жовтень 1994 року: Резолюція про дотримання основних принципів IOSCO щодо високих стандартів регулювання, співпраці та взаємної допомоги
32. Липень 1995 року: Спільне звернення IOSCO та Комітету з МСБО про розвиток Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку
33. Липень 1995 року: Резолюція про міжнародні угоди
34. Березень 1996 року: Рекомендації про визнання двосторонніх неттінгових угод при підрахунку вимог щодо капіталу фірм цінних паперів
35. Вересень 1996 року: Резолюція про повноваження щодо правозастосування органу, який здійснює нагляд за цінними паперами та ф'ючерсами
36. Вересень 1996 року: Резолюція про забезпечення гарантій виконання неттінгових угод щодо угод з деривативами на позабіржовому ринку
37. Лютий 1997 року: Резолюція про повноваження щодо правозастосування
38. Травень 1997 року: Звернення щодо року 2000
39. Листопад 1997 року: Резолюція про повноваження щодо правозастосування
40. Листопад 1997 року: Резолюція про принципи ведення обліку, збір інформації, повноваження щодо правозастосування та співробітництво для покращання правозастосування законодавства про цінні папери та ф'ючерси

Додаток 2

Документація IOSCO

1989

1. Резюме звіту про міжнародні пропозиції акцій, Звіт Технічного комітету, вересень 1989 року
2. Стандарти щодо розміру капіталу для фірм цінних паперів, Звіт Технічного комітету, вересень 1989 року

1990

3. Добірка інформації про відповідність та стислий виклад та схема даних звітності, звіт Технічного комітету, червень 1990 року.
4. Принципи нагляду за електронними торговими системами, звіт Технічного комітету, червень 1990 року
5. Регулювання ринків похідних цінних паперів, продукції та фінансових посередників. Стисле викладення відповідей на питання загального структурного аналізу та зведена схема регулювання, звіт Технічного комітету, червень 1990 року.
6. Електронні торгові системи похідними цінними паперами, звіт Технічного комітету, червень 1990 року.
7. Кліринг та розрахунки, звіт Технічного комітету, 2 червня 1990 року.
8. Міжнародне дотримання бізнес-принципів, звіт Технічного комітету, 9 червня 1990 року.
9. Роль Комісій з цінних паперів, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), вересень 1990 року
10. Зміни до Положення про міжнародні пропозиції цінних паперів з червня 1989 року, звіт Технічного комітету, жовтень 1990 року.
11. Автоматизація ринку та її наслідки для регулятивної діяльності, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), 9 жовтня 1990 року
12. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та аудиту, звіт Технічного комітету, листопад 1990 року.
13. Стимулювання розвитку ринків цінних паперів, що розвиваються, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), листопад 1990 року.
14. Вимоги до капіталу багатонаціональних фірм цінних паперів, звіт Технічного комітету, 13 листопада 1990 року.

1991

15. Порівняльний аналіз систем розкриття інформації, звіт Технічного комітету, вересень 1991 року.
16. Зміни до Положення про міжнародні пропозиції цінних паперів з квітня 1990 року, звіт Технічного комітету, вересень 1991 року.

17. Принципи меморандумів про взаєморозуміння, звіт Технічного комітету, вересень 1991 року.
18. Звіт про рішення щодо принципів нагляду за електронними торговими системами для похідних цінних паперів, звіт Генерального секретаря, вересень 1991 року.

1992

19. Звіт про методи стимулювання розвитку ринку цінних паперів, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), 1992 рік.
20. Зміни до Положення про міжнародні пропозиції цінних паперів з квітня 1991 року, звіт Технічного комітету, вересень 1992 року.
21. Кліринг та розрахунки на ринках, що розвиваються. Проект, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), жовтень 1992 року.
22. Координування грошового ринку та ринку похідних цінних паперів. Моделі контрактів для похідних цінних паперів на фондові індекси, та заходи для мінімізації вірогідності ринкового краху, звіт Технічного комітету, жовтень 1992 року.
23. Принципи нагляду за фінансовими конгломератами, звіт Технічного комітету, жовтень 1992 року.
24. Звіт про вимоги щодо розкриття інформації, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), жовтень 1992 року.
25. Звіт про стимули розвитку ринку, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), жовтень 1992 року.
26. Звіт про відмивання грошей, звіт Технічного комітету, жовтень 1992 року.
27. Прозорість на вторинному ринку: дебати IOSCO, звіт Технічного комітету, грудень 1992 року.

1993

28. Кліринг та розрахунки на ринках країн-членів Технічного комітету. Застосування рекомендацій Групи тридцяти, звіт генерального секретаріату, травень 1993 року.
29. Механізми сприяння відкритому та своєчасному спілкуванню відповідних органів грошового ринку та ринку похідних цінних паперів в періоди краху на ринку, звіт Технічного комітету, жовтень 1993 року.
30. Захист дрібного інвестора: боротьба з транснаціональним шахрайством, пов'язаним з продажем у роздріб цінних паперів та ф'ючерсів, звіт Технічного комітету, жовтень 1993 року.
31. Регулювання ринків похідних цінних паперів, продукції та фінансових посередників. Стисле викладення відповідей на питання загального структурного аналізу та зведена схема регулювання, звіт Технічного комітету, жовтень 1993 року.
32. Звіт про розкриття інформації, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), 25 жовтня 1993 року.
33. Звіт про інтернаціоналізацію, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), 25 жовтня 1993 року.

34. Звіт про приватизацію, звіт Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), 25 жовтня 1993 року.

1994

35. Механізми контролю управління операційними та фінансовими ризиками для позабіржових операцій з цінними паперами фірм цінних паперів, що регулюються, звіт Технічного комітету, липень 1994 року.
36. Кліринг та розрахунки на ринках країн-членів технічного комітету, впровадження рекомендацій Групи тридцяти, звіт Генерального секретаріату, вересень 1994 року.
37. Звіт про похідні цінні папери, звіт Робочої Групи Комітету з розвитку (зараз він називається Комітетом ринків, що розвиваються), вересень 1994 року.
38. Зміни до Положення про міжнародні пропозиції акцій з квітня 1992 року, звіт Технічного комітету, жовтень 1994 року.
39. Звіт про розкриття інформації та бухгалтерській облік, звіт Технічного комітету, жовтень 1994 року.
40. Звіт про принципи інвестиційного менеджменту для регулювання схем колективного інвестування та пояснювальний меморандум, звіт Технічного комітету, жовтень 1994 року.
41. Звіт про питання, поставлені перед регуляторами цінних паперів та ф'ючерсів завдяки недостатньо врегульованим та конфліктуючим юрисдикціям, звіт Технічного комітету, жовтень 1994 року.
42. Звіт з питань регулювання міжнародних електронних торгових систем, звіт Технічного комітету, 17 жовтня 1994 року.

1995

43. Засади наглядової інформації про операції з похідними цінними паперами банків та фірм цінних паперів, спільний звіт Технічного комітету та Базельського Комітету з нагляду за банками, травень 1995 року.
44. Кліринг та розрахунки на ринках країн-членів Технічного комітету, впровадження рекомендацій Групи тридцяти, звіт Генерального секретаріату, липень 1995 року.
45. Звіт про інвестиційний менеджмент, звіт Технічного комітету, липень 1995 року.
46. Наслідки для регуляторів цінних паперів поширення використання моделей *"value at risk"* фірмами цінних паперів, звіт Технічного комітету, липень 1995 року.
47. Нагляд за фінансовими конгломератами, звіт групи трьох учасників: регуляторів банківської діяльності, цінних паперів та страхування, з передмовою IOSCO, Базельским комітетом та IAIS, липень 1995 року.
48. Публічне розкриття інформації про торгові операції та операції з похідними цінними паперами банками та фірмами цінних паперів, спільний звіт Технічного комітету та Базельського Комітету з нагляду за банками, листопад 1995 року.

1996

49. Звіт про співробітництво між ринковими органами та процедури дефолту, звіт Технічного комітету, березень 1996 року.
50. Звіт про прибуток, звіт Технічного комітету, 7 березня 1996 року.
51. Відповідь Базельського Комітету з нагляду за банками та Міжнародної організації комісій з цінних паперів на запит керівників уряду Великої сімки, зроблений в червні 1995 на самміті у Галіфаксі, Травень 1996 року
52. Документ, запропонований для обговорення з питань міжнародного співробітництва щодо міжнародної діяльності інститутів спільного інвестування, звіт Технічного комітету, червень 1996 року
53. Законодавча та регулятивна база похідних цінних паперів, торгівля якими здійснюється на біржах, звіт Комітету ринків, що розвиваються, червень 1996 року
54. Регулятивна співпраця в непередбачених обставинах, документ, запропонований для обговорення, звіт Технічного комітету, червень 1996 року
55. Заходи, що можуть бути застосовані в міжнародному масштабі з метою захисту інтересів та активів інвесторів, яких було введено в оману, звіт Технічного комітету, липень 1996 року
56. Звіт про реалізацію резолюцій IOSCO, звіт Генерального секретаріату, 29 липня 1996 року
57. Захист активів клієнтів, звіт Технічного комітету, серпень 1996 року
58. Інститути спільного інвестування на ринках, що розвиваються, звіт Комітету ринків, що розвиваються, вересень 1996 року
59. Розкриття ризиків, документ, запропонований для обговорення, звіт Технічного комітету, вересень 1996 року
60. Порадник з питань зберігання для інститутів спільного інвестування, документ, запропонований для обговорення, звіт Технічного комітету, вересень 1996 року
61. Зміни в Положенні про міжнародні пропозиції акцій з квітня 1994 року, звіт Технічного комітету, вересень 1996 року
62. Повідомлення про суттєві події на ринках, що розвиваються, звіт Комітету ринків, що розвиваються, вересень 1996 року
63. Звіт про покращання співпраці та координації нагляду за угодами з цінними паперами та ф'ючерсами, звіт Генерального секретаріату, вересень 1996 року
64. Огляд розкриття інформації про торгівлю та операції з похідними цінними паперами банків та фірм цінних паперів, спільний звіт Базельського Комітету з нагляду за банками та Технічного комітету, листопад 1996 року

1997

65. Структура розкриття інформації для систем розрахунків цінними паперами, спільний звіт Комітету платіжних та розрахункових систем та Технічного комітету, лютий 1997 року
66. Порівняльна робота з питань стандартів розміру капіталу, звіт Комітету ринків, що розвиваються, травень 1997 року
67. Короткий продаж та кредитування цінними паперами: питання для розгляду, документ, запропонований для обговорення, Комітет ринків, що розвиваються, травень 1997 року

68. Принципи нагляду за операторами інститутів спільного інвестування, звіт Технічного комітету, вересень 1997 року
69. Звіт з питань правозастосування, що виникають завдяки збільшенню використання електронних мереж в галузі цінних паперів та ф'ючерсів, звіт Технічного комітету, вересень 1997 року
70. Зміни в Положенні про міжнародні пропозиції акцій з квітня 1996 року, звіт Технічного комітету, вересень 1997 року
71. Порадник з надання дозволу на користування інформацією інститутів спільного інвестування (ICI) та пов'язаних послуг, Зміни в Положенні про міжнародні пропозиції акцій з квітня 1994 року, звіт Технічного комітету, жовтень 1997 року
72. Управління фінансовими ризиками на ринках, що розвиваються, заключний звіт Комітету ринків, що розвиваються, листопад 1997 року
73. У напрямку законодавчої бази клірингу та розрахунків на ринках, що розвиваються, звіт Комітету ринків, що розвиваються, листопад 1997 року
74. Порівняльний звіт про вимоги внесення поправок на інфляцію до фінансової звітності на ринках, що розвиваються, звіт Комітету ринків, що розвиваються, листопад 1997 року
75. Звіт, в якому країни-члени IOSCO самі оцінюють себе у відповідності з Резолюцією IOSCO "Дотримання основних принципів IOSCO щодо високих регулятивних стандартів, співпраці та взаємної допомоги", звіт IOSCO, листопад 1997 року

1998

76. Методологія визначення мінімальних стандартів до капіталу фірм цінних паперів, які діють на міжнародному ринку, що дозволяє застосування моделей в установлених умовах, звіт Технічного комітету, травень 1998 року
77. Порадник з управління ризиками та контролю для фірм цінних паперів та наглядових органів, звіт Технічного комітету, травень 1998 року
78. Основи контрольної інформації про похідні цінні папери та торгову діяльність, спільний звіт Технічного комітету та Базельського комітету з нагляду за банками, вересень 1998 року
79. Чинники, наслідки та регулятивні наслідки фінансової та економічної нестабільності на ринках, що розвиваються - проміжний звіт Комітету ринків, що розвиваються, вересень 1998 року
80. Міжнародні стандарти розкриття інформації для міжнародних пропозицій та початковий лістинг іноземних емітентів, звіт IOSCO, вересень 1998 року
81. Цілі та принципи регулювання ринку цінних паперів, звіт IOSCO, вересень 1998 року
82. Діяльність з цінними паперами в Інтернеті, звіт Технічного комітету, вересень 1998 року.

Консультаційні документи

1998

1. Нагляд за фінансовими конгломератами, лютий 1998 року (Спільний форум фінансових конгломератів)

Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів

Додаток 3

Законодавча база

Ефективне регулювання ринку цінних паперів залежить від наявності відповідної законодавчої бази. Питання, що повинні бути включені в законодавство країн включають:

(1) Закон про компанії (підприємства)

1.1. утворення компанії;
1.2. обов'язки директорів та службовців;
1.3. регулювання пропозицій щодо приєднання та інших угод, мета яких - зміна контролю;
1.4. закони, що регулюють випуск та пропозиції цінних паперів;
1.5. розкриття інформації власникам акцій для прийняття ними інформованих рішень щодо голосування;
1.6. розкриття інформації про крупні пакети акцій.

(2) Торговий кодекс / Договірне право

2.1. право приватних осіб щодо договорів;
2.2. спрощення кредитування цінними паперами та іпотечних застав;
2.3. права власності, включаючи права, що надаються цінними паперами, та правила, у відповідності з якими здійснюється перехід цих прав.

(3) Закони про оподаткування

3.1. Чіткі та послідовні, однак не обмежені лише галуззю інвестицій та інвестиційних інструментів

(4) Закони про банкрутство та неплатоспроможність

4.1. право акціонерів на ліквідацію;
4.2. права клієнтів в випадку неплатоспроможності посередника;
4.3. неттінг

(5) Закон про конкуренцію

5.1. запобігання практиці, що заважає чесній конкуренції;
5.2. запобігання утворенню нечесних бар'єрів для доступу;
5.3. запобігання зловживань завдяки домінуючому положенню на ринку.

(6) Закон про банки

(7) Система вирішення спорів

6.1. справедлива та ефективна судова система (така альтернатива, як арбітраж, або буд-які інші альтернативні механізми вирішення спорів)

6.2. забезпечення виконання судових та арбітражних рішень, включаючи іноземні рішення.

Виноски:

---

[i] Для зручності у цьому документі слова "ринки цінних паперів" використовуються, коли дозволяє контекст, у відношенні у певній мірі до різних секторів ринку. Зокрема, там, де дозволяє контекст, їх треба розуміти у відношенні до ринків деривативів. Те ж саме стосується використання слів "регулювання ринку цінних паперів". (Див. Статут IOSCO, Пояснювальний Меморандум)

[ii] Термін "інвестор" включає в себе клієнтів або інших споживачів фінансових послуг.

[iii] Повний перелік Резолюцій IOSCO надається у Додатку 1. Повний перелік Звітів IOSCO надається у Додатку 2.

[iv] Адреса сторінки Секретаріату IOSCO на Інтернеті - http://www.iosco.org/.

[v] На додаток до цього, надійні прийоми корпоративного управління - це важливий додатковий захист інтересів акціонерів. Питання корпоративного управління звичайно розглядаються за допомогою статуту або за правилами біржового лістингу або кодексу практичної діяльності, подробиці яких не входять у рамки цього документу (також див. Додаток III).

[vi] В цьому документі термін "регулятор" має досить загальний зміст. Це - не обов'язково єдиний орган. Доречною для описаних нами регуляторів багатьох країн є модель з розділенням відповідальності між двома чи більше урядовими чи напівурядовими органами

[vii] Див. Резолюцію IOSCO № 1

[viii] Тут термін "відповідальні органи" включає відповідальних за аспекти регулювання ринку цінних паперів а також інші урядові органи правозастосування та регулювання

[ix] В деяких областях діяльності, і, в деяких випадках, особливо в сфері нагляду та правозастосування, консультації та розкриття інформації можуть бути непотрібними або недоречними, ставлячи під загрозу ефективність провадження політики

[x] Звіт Комітету IOSCO з питань ринків, що розвиваються, червень 1996 (53) "Законодавство та регулювання похідних цінних паперів, що торгуються на біржі".

[xi] COSRA - Принципи звітності для ефективного контролю за ринком, травень 1995 р.

[xii] Загалом, СРО є неурядовими установами, і не завжди підлягають стандартам, застосовним до урядового агентства.

[xiii] Див. Резолюції IOSCO №№ 9, 39 та 40.

[xiv] Інформація, яка при цьому надається, може включати документацію, яка ведеться в ході ведення бізнесу або інформацію, підготовану у відповідь на конкретний запит.

[xv] Див. Резолюції IOSCO №№ 35, 37, 39 та 40.

[xvi] Інші заходи включають встановлення обмежень торгової діяльності чи вимог до окремих учасників ринку. Наприклад обмежень посад, вимог до звітності, ліквідаційної торгівлі або норм маржі.

[xvii] Резолюція про повноваження в сфері правозастосування, Комітет президентів IOSCO. Листопад 1997 року.

[xviii] Див. Звіт Технічного Комітету IOSCO, жовтень 1992 (25) Звіт про відмивання брудних грошей.

[xix] Див. Резолюції IOSCO №№ 9, 19, 20, 23, 26, 28, 33, 34, та 40.

[21] Див. Резолюції IOSCO №№ 9, 19, 20, 23, 26, 28, 33, 34, та 40, Резолюція 1994 року Комітету Президентів IOSCO з питань дотримання основоположних принципів регулівних стандартів IOSCO а також співпраці та взаємодопомоги, листопад 1997 (75). Див. також Резолюцію IOSCO № 31. Резолюція Комітету Президентів IOSCO щодо принципів обліку, збору інформації, повноважень з правозастосування та співпраці з метою покращення правозастосування Законодавства про цінні папери та ф'ючерси.

[22] Наприклад, встановлюються вимоги щодо: постійного обміну інформацією про сумнівну діяльність та доведені випадки шахрайства; інформація щодо заявника на отримання ліцензії, включення до лістингу чи реєстрації; інформація про статус ліцензованої особи чи емітента;

інформація, необхідна для зведення нанівець наслідків несприятливих ринкових процесів, включаючи плани дій в надзвичайних ситуаціях, імена контактних осіб та структурні заходи, направлені на подолання кризових ситуацій; інформація про ринкові умови, такі, як дії ринкових органів, ціни, торгова діяльність та зведені дані про ринок.

[23] Стосовно змісту Меморандумів про співпрацю, див. Звіт Технічного комітету IOSCO за вересень 1991 року (17) Принципи Меморандуму про взаєморозуміння.

[24] Звіт Технічного комітету IOSCO, липень 1996 (55) Міжнародні способи захисту інтересів та активів потерпілих інвесторів.

[25] Звіт Технічного комітету IOSCO, жовтень 1994 (41) Звіт про проблеми, вказані регуляторами тих юрисдикцій, де регулювання та співробітництво перебувають на низькому рівні.

[26] Консультаційний лист IOSCO (1), спостереження за фінансовими конгломератами, лютий 1998.

[27] Зобов'язання щодо відповідного розкриття інформації не обмежується лише емітентами. Це стане очевидним із тексту, де говориться, що інші суб'єкти також мають відповідне зобов'язання.

[28] Деякі національні законодавства передбачають окреме регулювання публічних пропозицій, завдяки чому забезпечується загальний захист широкої публіки і послаблення регулятивного тягаря у випадку, коли пропозиція не є публічною. Публічна пропозиція, а також публічна торгівля мають різні визначення в різних національних законодавствах.

[29] Ринки деривативів утворюють окрему категорію. Оператори ринка та посередники, крім іншого, повинні забезпечити належне розкриття умов укладених торгових контрактів, механіка торгів та специфічні ризики, що стосуються левереджу.

[30] Див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань: "Міжнародні пропозиції по акціях", (вересень (1991 р., (16)), а також (38), (61) та (70). Див. також звіти Комітету IOSCO з розвитку -- "Звіт про вимоги з розкриття інформації" (від жовтня 1992 (24)) та "Звіт про розкриття інформації" (25 жовтня 1993 (32)), Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Звіт про розкриття інформації та бухгалтерську звітність" та Звіт Комітету IOSCO з питань країн з перехідною економікою -- "Звіт про найбільш важливі події на ринках країн з перехідною економікою" (вересень 1996 р. (62)).

[31] Слід також зазначити про так зване регулювання "на підставі якості", за яким регулятивний орган несе певну відповідальність за оцінку якості запропонованої пропозиції. Такий підхід є більш характерним для ринків, що розвиваються і може бути особливо корисним у випадку, коли на ринку не вистачає достатньої кількості аналітиків та консультантів, які б могли проаналізувати інформацію у випадку, коли б вона була запропонована широкій публіці. Тому це є більш характерним для ринків, що розвиваються і не обов'язково притаманні ринкам розвинутим.

[32] Див. Постанову IOSCO 12.

[33] Перш за все див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Звіт з управління інвестиціями" (жовтня 1994 р. (40)), а також Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Принципи контролю за діяльністю операторів програм колективного інвестування" (вересень 1997 р. (68)).

[34] За законодавством деяких країн, закриті фонди не підлягають спеціальному ліцензуванню і не повинні відповідати вимогам з контролю. Їхнє регулювання здійснюється з додержанням правил з лістингу відповідних бірж.

[35] Перш за все див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Посібник з кастодіальних механізмів реалізації програм колективного інвестування" (вересень 1996 р. (60)).

[36] Перш за все див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Розкриття інформації щодо ризиків" (документ для обговорення) (вересень 1996 р. (59)).

[37] Перш за все див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Захист активів клієнтів" (серпень 1996 р. (68)) та Постанову IOSCO 20.

[38] Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Принципи контролю діяльності операторів програм колективного інвестування" (вересень 1997 р. (68)).

[39] В законодавстві деяких країн ця вимога є обов'язковою.

[40] Перш за все див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Співробітництво в сфері регулювання у разі складних випадків" (документ для обговорення) (червень 1996 р. (54)).

[41] Перш за все див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань -- "Документ для обговорення: Міжнародне співробітництво з питань міжнародної торгівлі та програм колективного інвестування" (червень 1996 р. (52)).

[42] Див. Постанови IOSCO 13 та 27. Див. також Звіти Комітету IOSCO з технічних питань: "Методики визначення стандартів щодо мінімальної величини капіталу для компаній, що здійснюють торгівлю по цінних паперах на міжнародному рівні, і які дозволяють використання моделей з додержанням встановлених умов" (травень 1998 р.) та "Посібник з контролю та управління ризиком для компаній-торговців цінними паперами та органів, що їх контролюють" (травень 1998 р.), а також Постанова IOSCO 18, а також, зокрема, обговорення різних типів ризиків, з якими можуть зіткнутись ринкові посередники: ринковий ризик, кредитний ризик, ризик ліквідності, операційний ризик, правовий ризик та систематичний ризик. Див. також: "Межі та умови розкриття інформації з торговельної діяльності та діяльності з деривативами для банків та компаній-торговців цінними паперами" (Спільний звіт Базельського Комітету з питань банківського контролю та Комітету IOSCO з технічних питань) (2 вересня 1998 р.).

[43] В законодавстві деяких країн замість ліцензування передбачаються санкціонування або реєстрація.

[44] Законодавство багатьох країн містить детальні критерії щодо навчання, професійного стажу, так званої "професійної придатності" заявника, яким повинна відповідати людина, щоб отримати ліцензії. Ціль цих критеріїв полягає у захисті інвестора.

[45] Ця інформація повинна бути легкодоступною. Її зберігання та підтримка можуть забезпечуватись центральним депозитарієм або СРО.

[46] Див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Методики визначення стандартів щодо мінімальної величини капіталу для компаній, що здійснюють торгівлю по цінних паперах на міжнародному рівні, і які дозволяють використання моделей з додержанням встановлених умов" (травень 1998 р.); також дивись Постанову IOSCO 18. Див. також Документ IOSCO з питань консультування (2) та "Посібник з контролю та управління ризиком для компаній-торговців цінними паперами та органів, що їх контролюють" (березень 1998 р.).

[47] Див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Вимоги щодо капіталу для багатонаціональних компаній-торговців цінними паперами"(13 листопада 1990 р., (14)).

[48] Див. документ IOSCO (77) -- "Посібник з контролю та управління ризиком для компаній-торговців цінними паперами та органів, що їх контролюють" (травень 1998 р.).

[49] Див. Постанову IOSCO (16). Див. також Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Забезпечення дотримання підприємницької діяльності на міжнародному рівні" (9 липня 1990 р. (8)).

[50] Див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Механізми контролю управління операційним та фінансовим ризиками, які пов'язані із операціями регульованих компаній-торговців цінними паперами з деривативами на позабіржовому ринку".

[51] В даному контексті "операційний ризик" в загальному випадку стосується ризику збитків, які можуть виникнути у зв'язку із неналежним функціонуванням системи, або неналежним виконанням персоналом власних обов'язків.

[52] Регулятивні органи повинні відігравати активну роль у сприянні розробці та впровадженню навчальних програм та програм з подальшого розвитку.

[53] Див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Звіт щодо співробітництва регулятивних органів ринку, а також процедури дефолту" (7 березня 1996 р. (349)).

[54] Див. постанови IOSCO – №№35, 37, 39, 40.

[55] Ці питання є особливо важливими в разі відсутності критеріїв щодо рівня навчання та стажу роботи.

[56] Див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Звіт про питання з регулювання власних електронних систем міжнародних торгів" (жовтень 1994 р. (№42)) та Звіт щодо торгів по деривативах у електронній торговельній системі (червень 1990 р. (№6)).

[57] Див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Прозорість на вторинних ринках" (грудень 1992 р. (№27)) – Результати обговорення питання на рівні IOSCO.

[58] Перш за все див. підпункт 7.2.3. щодо змісту інформації.

[59] Перш за все, див. Звіт Комітету IOSCO з технічних питань – "Звіт щодо співробітництва регулятивних органів ринку та порядку дефолту" (березень 1996 р. (№49)).

[60] Див. постанови IOSCO №13 та №27. Також див. Звіт Комітету IOSCO з питань країн з перехідною економікою – "На шляху до створення правової бази щодо розрахунково-кліринговоі діяльності у країнах з перехідною економікою" (листопад 1997 р. (№73)).

[61] Регулятивний орган повинен вимагати здійснення жорсткого тестування в критичному режимі систем управління ризиком та дублювання.

[62] Див. Звіти Комітету IOSCO з технічних питань – "Звіт з додаткового забезпечення" (березень 1996 р., (№50)) та "Взаємодія ринків готівки та деривативів" (жовтень 1992, (№22)).

[63] Див. Звіти Комітету IOSCO з технічних питань – "Звіт з додаткового забезпечення" (березень 1996 р., (№50)) та "Взаємодія ринків готівки та деривативів" (жовтень 1992, (№22)) – де обговорюються такі питання: встановлення рівнів додаткового забезпечення, методика розрахунку, одержання та моніторинг, дефолт, особливі умови, ефективний зв'язок, перехресне додаткове забезпечення.

[64] Щоб покращити управління ризиком у випадку неплатоспроможності, новація повинна бути ефективною.

[65] Короткий продаж є необхідним компонентом біржових торгів по ф'ючерсах та торгів на ринках опціонів.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ЕВРОПЕЙСКИЙ КОДЕКС ПОВЕДЕНИЯ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ СДЕЛОК С ПЕРЕДАВАЕМЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Основная задача

Этот кодекс поведения должен рассматриваться в основном контексте развития и интеграции рынков ценных бумаг в Европейском Сообществе и имеет своей целью установление определенных общих принципов, подкрепленных дополнительными основоположениями.

В задачу этого кодекса входит установление стандартов этического поведения в рамках Сообщества с тем, чтобы способствовать эффективному функционированию рынков ценных бумаг (то есть путем создания как можно лучших условий для сочетания предложения и спроса капитала) и защиты публичных интересов.

Определения

В кодексе следующие понятия имеют значения, определенные ниже:

- передаваемые ценные бумаги - все ценные бумаги, которые являются или могут быть предметом коммерческой сделки на организованном рынке;

- финансовые посредники - все лица профессионально участвующие в сделках с передаваемыми ценными бумагами;

- доверители - все лица, занимающие стратегическое положение по отношению к ценным бумагам и рынку ценных бумаг (т.е. директора или менеджеры компаний, держатели или покупатели контрольных пакетов акций) и все те, положение которых позволяет оказывать влияние на общественное мнение (т.е. специалисты в области финансов и журналисты);

- рынки ценных бумаг - официальные фондовые биржи и все рынки, организованные компетентными органами или под их контролем, а также все сделки с передаваемыми ценными бумагами, как определено выше, включая заключение частных сделок по передаваемым ценным бумагам между физическими лицами - слово "рынок" (в единственном числе) используется только для обозначения официальной фондовой биржи и организованных рынков;

- компетентные органы - органы, в задачу которых входит обеспечение надлежащего функционирования рынка и надлежащего поступления информации на рынок на государственном уровне - в основном, руководство фондовой биржи и контролирующие органы.

Общие принципы

1. Задача этого кодекса и его основные принципы должны соблюдаться даже в тех случаях, когда они специально не оговариваются дополнительными положениями. Каждая сделка, выполненная на фондовых биржах должна соответствовать не только букве, но и духу законов и правил, действующих в каждом государстве члене Сообщества, а также принципам правильного поведения, уже применяемых на этих рынках или рекомендуемых этим кодексом.

2. Информация должна быть доступной для публики, правдивой, точной, понятной, соответствовать действительности и предоставляться своевременно.
   Информация должна предоставляться таким образом, чтобы ее значение и цель могли быть легко поняты. На любое лицо, в силу своей профессии или обязанностей должное или имеющее возможность информировать публику, возлагается специальная обязанность обеспечения надлежащей ее информированности, а также недопущения привилегированного положения для отдельных групп или лиц.

3. Равноправный режим должен быть обеспечен всем держателям ценных бумаг одной и той же категории, выпущенных одной и той же компанией; в частности, любое действие, сказывающееся прямым или косвенным образом на передачу пакета акций, дающего de jure

или de facto контроль над компанией, сделки по ценным бумагам которой осуществляются на фондовой бирже, должно учитывать право всех держателей акций на такой же режим.

4. Когда сделки по ценными бумагам компании осуществляются на фондовой бирже, то члены наблюдательного совета, ее директорат, менеджеры и лица, осуществляющие de jure и de facto контроль, должны действовать таким образом, чтобы обеспечить осуществление основной задачи этого кодекса поведения. На них возлагается особенная обязанность избегать любых действий, которые могли бы оказать отрицательное влияние на осуществление справедливой сделки с ценными бумагами или нанести ущерб правам других акционеров.

5. Лица, постоянно осуществляющие сделки на рынках ценных бумаг, должны действовать честно, в соответствии с принципами, изложенными в кодексе, даже если это могло бы в некоторых случаях вынудить их отказаться от кратковременных выгод.

6. Финансовые посредники должны прилагать усилия к тому, чтобы избегать любых столкновений интересов как между самими собой и своими клиентами или другими лицами, с которыми они имеют доверительные отношения так и между этими двумя вышеупомянутыми категориями лиц. Однако, в случае, если возникает подобный конфликт, то они не должны пытаться извлечь из создавшейся ситуации прямым или косвенным образом личную выгоду и должны избегать нанесения ущерба своим клиентам или другим лицам, с которыми они имеют доверительные отношения.

Дополнительные принципы

1. Все лица, постоянно осуществляющие сделки на рынках ценных бумаг, обязаны укреплять доверие инвесторов в справедливости осуществления сделок на бирже, соблюдая наилучшие стандарты коммерческой честности и профессионализма.

2. На финансовых посредников возложена особая ответственность за соблюдение основной задачи и общих принципов этого кодекса поведения. В частности, они не должны потворствовать какому-либо нарушению другими лицами положений и принципов, изложенных во втором параграфе Общих принцип 1, и не должны вовлекаться в манипуляции, которые могли бы отрицательно сказаться на нормальной работе рынка.

3. Никто не должен побуждать других лиц, посредника или нет, поступать вразрез с требованиями и принципами, изложенными во втором параграфе Общих принципов 1, ни оказывать давление для получения:
(1) информации, не предназначенной для публики, и которая не может быть разглашена без нарушения правил, относящихся к подобной информации, или
(2) проведение незаконной или нечестной сделки.

4. Финансовые посредники должны искать и рекомендовать своим клиентам наилучшие условия для выполнения данных им приказов при соблюдении основной задачи и общих принципов кодекса.

   Они должны выполнять данные им приказы на организованном рынке, если доверителем не даны определенные инструкции об обратном. Однако, если обстоятельства проведения сделки или характер ценных бумаг затрудняют или даже делают невозможным выполнение приказов на организованном рынке, финансовые посредники могут действовать как коллеги по отношению к своим клиентам или компенсировать приказы за пределами рынка при условии обеспечения чтобы это не нанесло ущерба интересам их клиентов и при условии, что они находятся в положении, позволяющем отвечать на любой запрос компетентных органов относительно предоставления оправданий по количеству и условиям применимым к сделкам, осуществляемым таким образом.

5. Финансовые посредники должны воздерживаться от поощрения продаж или покупок с одной лишь целью - получение комиссионного вознаграждения.

6. Финансовые посредники не должны раскрывать личность своих доверителей, за исключением случаев, когда это требуется государственными положениями или контролирующими органами (а также при расследовании уголовных дел или других серьезных преступлений).

7. Любая попытка или манипуляция лицами, действующими отдельно или в сговоре с другими, целью или результатом которой является повышение или понижение стоимости ценных бумаг мошенническим путем, есть противной основной цели этого кодекса.

   Мошенническими средствами, в частности, считаются публикации или распространение ложной, преувеличенной или тенденциозной информации, а также использование других способов с целью нарушение нормального функционирования рынков.

   Финансовые посредники и члены наблюдательного совета, директора и менеджеры компаний, чьи ценные бумаги имеют обращение на рынках ценных бумаг, которым становится известно о любой такой попытке или манипуляции, должны стремиться предпринять необходимые шаги для того, чтобы помешать этому. Они должны немедленно информировать компетентные органы и заинтересованные компании.

8. Финансовые посредники должны прилагать усилия к сохранению в секрете, даже между различными управлениями или службами одной и той же организации, информации, получаемую ими в ходе выполнения своих обязательств и которая еще не является открытой и способна повлиять на цену.

   В частности, финансовые посредники не должны использовать такую информацию ни в сделках, осуществляемых на рынках ценных бумаг на свой счет, ни в сделках, рекомендуемых ими своим клиентам или осуществляемых на их счет.

9. Любое лицо, стающее при выполнении своей профессиональной деятельности или осуществлении своих обязанностей обладателем информации не являющейся открытой для публики и имеющей отношение к компании или рынку ценных бумаг, или любого проявления общего интереса к рынку, способному повлиять на ценообразование, должно воздерживаться от заключения, прямым или косвенным образом, любой сделки, в которой используется такая информация, и от передачи этой информации другому лицу для того, чтобы оно могло получить из нее выгоду до того, как информация станет публичной.

10. Рынки ценных бумаг должны быть достаточно открытыми во избежание их фрагментации, вследствие чего одна и та же ценная бумага может быть в обращении в одно и то же время на различных рынках по различной цене.

11. Когда сделка по ценной бумаге осуществляется на рынке, общественность должна быть информирована не только о различных ценах, по которым осуществляются сделки, но также об объемах сделок, за исключением, когда организация рынка делает возможным для общественности определить ликвидность ее инвестиций каким-либо иным способом.

12. Каждая компания, сделки по ценным бумагам которой проводятся и на рынке, должна периодически и, по крайней мере, раз в полугодие публиковать ясную, точную, полную и своевременную информацию, касающуюся ее бизнес-операций, результатов и финансового положения. Любой факт или важное решение, способные иметь ощутимое влияние на стоимость ценных бумаг, также должны быть предоставлены публике без промедления.

13. Когда факт или важное решение, упомянутые в предыдущем пункте, не могут быть доведены без промедления до сведения публики, например, из-за того, что некоторые формальности еще не выполнены или потому, что в результате компании может быть нанесен серьезный ущерб, но тем не менее компания полагает, что имеется риск утечки информации, она должна информировать компетентные органы об этом положении. Последние должны предпринять необходимые шаги для гарантирования надлежащей работы рынка до тех пор, пока этот факт или решение могут стать открытыми для публики. В частности они могут, если такой шаг представляется неизбежным, приостановить сделки на необходимый период.

14. Желательно, чтобы публичной эмиссии ценных бумаг предшествовала публикация проспекта. Существование проспекта и место или места, где его можно получить, должны быть указаны в любой рекламе, касающейся этой эмиссии.

15 Ни одному инвестору или группе инвесторов не должно отдаваться большее предпочтение в отношении информации, нежели другим инвесторам или публике. Все инвесторы должны иметь свободный доступ к информации.

16 При каждой эмиссии ценных бумаг одного типа, сделки по которым осуществляются или могут одновременно осуществляться на нескольких рынках, эмитент должен прилагать усилия для избежания предпочтения одного рынка, другому.

17. Любая сделка, приводящая в результате к переходу прав контроля в понимании, изложенном в пункте 3 общих принципов, не должна осуществляться тайно без уведомления других акционеров и органов контроля за деятельностью рынка.

Желательно чтобы всем акционерам компании, контроль над которой перешел в другие руки, была предоставлена возможность владеть своими ценными бумагами на идентичных условиях, за исключением, если они обладают альтернативными гарантиями, которые могут рассматриваться как эквивалентные.

18. Любое приобретение или попытка приобретения на рынке раздельно или в сговоре контрольного пакета в понимании, изложенном в пункте 3 общих принципов, без информирования публики противоречат цели этого кодекса.

(Акты, публикация которых необязательна)

СОВЕТ

Директива Совета
от 17 марта 1980 года

координирующая требования по составлению, проверке и распространению необходимого к опубликованию регистрационного заявления для допуска ценных бумаг к регистрации на фондовой бирже

(80/390/EEC)

СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА

Принимая во внимание Договор о создании Европейского Экономического Сообщества и, в частности, Статьи 54(3)(g) и 100 этого Договора,

Принимая во внимание предложение Комиссии (1),

Принимая во внимание мнение Европейского Парламента (2),

Принимая во внимание мнение Комитета по Экономическим и Социальным вопросам (3)

Поскольку рынок, на котором осуществляют свою деятельность предприятия, расширился до такой степени, что охватывает все Сообщество, и это расширение включает в себя соответствующий рост их финансовых потребностей и расширение рынков капиталов, к которым они должны обращаться для удовлетворения этих потребностей; поскольку допуск ценных бумаг к регистрации на фондовых биржах государств-членов является важным средством доступа к этим рынкам капиталов; поскольку, к тому же, как часть либерализации движений капиталов были отменены ограничения по обмену валют для покупки ценных бумаг на фондовых биржах другого государства;

Поскольку для защиты интересов существующих и потенциальных инвесторов в большинстве государств-членов от предприятий, предлагающих свои ценные бумаги публике, требуются гарантии во время или их предложения или их допуска к регистрации на фондовых биржах; поскольку такие гарантии требуют предоставления информации, являющейся достаточной и насколько возможно объективной относительно финансовых обстоятельств эмитента и сведений о ценных бумагах, заявка на допуск к регистрации которых требуется, поскольку форма, в которой эта информация требуется, обычно состоит в публикации регистрационного заявления;

Поскольку требуемые гарантии отличаются в каждом государстве-члене Сообщества как по содержанию и сведениям регистрационного заявления, так и по эффективности, методам, срокам проверки информации содержащейся в нем; поскольку результатом этих различий являются не только затруднения в получении допуска ценных бумаг к регистрации на фондовых биржах некоторых государств-членов, но также затруднение приобретения инвесторами - резидентами одного из государств-членов - ценных бумаг, зарегистрированных на фондовых биржах другого государства-члена, затрудняя таким образом финансирование и инвестирование предприятий по всему Сообществу;

Поскольку эти различия должны устраняться путем координации правил и норм, без необходимой их полной сходности, для достижения соответствующего уровня эквивалентности мер, требуемых в каждом государстве-члене по обеспечению предоставления достаточной и насколько возможно объективной информации существующим и потенциальным держателям ценных бумаг; поскольку в то же самое время, принимая во внимание существующий уровень либерализации движений капиталов в Сообществе и тот факт, что механизм своевременной проверки предложенных ценных бумаг еще не существует во все странах-членах, может представиться достаточным в настоящее время ограничиться координацией допуска ценных бумаг к регистрации на фондовых биржах;

Поскольку такая координация должна осуществляться по отношению к ценным бумагам независимо от правового статуса выпускающего предприятия и, соответственно, насколько эта Директива относится к организациям не упомянутым во втором параграфе Статьи 58 Договора и выходит за рамки Статьи 54(3)(g), должна основываться также на Статье 100,

ПРИНЯЛ ЭТУ ДИРЕКТИВУ:

РАЗДЕЛ 1

Общие положения

Статья 1

1. Эта Директива применима к ценным бумагам, являющимся предметом заявления о допуске к регистрации на фондовой бирже расположенной или осуществляющей свою деятельность в государстве-члене Сообщества.

2 Эта Директива не применима к:

-- ценным бумагам, выпущенным коллективными инвестиционными предприятиями иными нежели закрытого типа,

--ценным бумагам, выпущенными государством, его региональными или местными органами.

Статья 2

В целях применения этой директивы:

(а) "коллективные инвестиционные предприятия иные нежели закрытого типа" означает объединение трастовых и инвестиционных компаний:

-- целью которых является коллективное инвестирование публичного капитала и осуществляющих свою деятельность на принципах риска, и

-- ценные бумаги которых по требованию держателей перекупаются или погашаются прямым или косвенным образом из активов этих предприятий. Действие, предпринятое таким предприятием для обеспечения того, чтобы биржевая стоимость его ценных бумаг не отличалась значительно от их номинальной стоимости будет рассматриваться как равноценное такой покупке или погашению;

(б) "ценные бумаги коллективных инвестиционных предприятий" означает ценные бумаги, выпущенные коллективным инвестиционным предприятием как представляющие права участников в активах такого предприятия;

(в) "эмитенты" означает компании, другие юридические лица и любое предприятие, чьи ценные бумаги являются предметом заявления о допуске к регистрации на фондовой бирже;

(г) "чистый оборот" включает в себя суммы, поступившие от реализации товаров и оказания услуг, являющихся обычной деятельностью предприятия, после вычета торговых скидок, налога на добавленную стоимость и других налогов прямо связанных с оборотом;

(д) "кредитное учреждение" означает предприятие, чья деятельность состоит в получении от публики депозитов или других подлежащих оплате фондов и предоставлении кредитов за свой счет;

(е) "процентный доход от участия" означает права в капитале других предприятий, представленные или нет сертификатами, которые, создавая длительную связь с этими предприятиями, предназначены для содействия деловой активности владеющего этими правами предприятия;

(ж) "годовая отчетность" включает в себя балансовый отчет, счет прибылей и убытков и записки к отчетности. Эти документы составляют сложное целое.

Статья 3

Государства-члены Сообщества должны обеспечить, чтобы допуск ценных бумаг к регистрации на фондовых биржах, расположенных или осуществляющих свою деятельность на их территориях, был обусловлен публикацией информационного листка, далее именуемого как регистрационное заявление.

Статья 4

1. Регистрационное заявление должно содержать информацию, которая, в соответствии с особым характером эмитента и ценных бумаг, о допуске к регистрации которых на фондовой бирже подано заявление, является необходимой для осуществления инвесторами и их советниками по инвестиционным вопросам оценки активов и пассивов, финансового положения, прибылей и убытков и перспектив эмитента и прав, связанных с такими ценными бумагами.

2 Государства-члены должны обеспечить чтобы требование, приведенное в параграфе 1, возлагалось на лиц, ответственных за регистрационные заявления как обусловлено в пункте 1.1. прилагаемых Перечней А и В.

Статья 5

1. Без ущерба для упомянутых в Статье 4 обязательств государства-члены должны гарантировать, что при наличии возможностей освобождений, обусловленных в Статьях 6 и 7, регистрационное заявление содержит в возможно наиболее легко анализируемой и доступной к

пониманию форме по крайней мере информацию, обусловленную в Перечнях А, В или С, в зависимости от того, идет ли речь об акциях, заемных ценных бумагах или сертификатах, представляющих акции.

2 В особых случаях, оговоренных в Статьях 8-17, регистрационные заявления должны составляться в соответствии со спецификациями приведенными в этих Статьях, подлежащие освобождениям, обусловленным в Статях 6 и 7

3. Там, где некоторые пункты Перечней А, В и С представляются несоответствующими сфере деятельности или юридической форме эмитента, регистрационное заявление, предоставляющее эквивалентную информацию, должно составляться с учетом этих пунктов

Статья 6

Страны-члены могут разрешать полномочным органам, ответственным за проверку регистрационных заявлений в рамках значения этой Директивы (в дальнейшем - "компетентные органы"), предоставлять частичное или полное освобождение от обязательств публиковать регистрационное заявление в следующих случаях:

1. когда ценные бумаги, подлежащие допуску к регистрации, являются:

(а) ценными бумагами, подлежащими публичной эмиссии;

(б) ценными бумагами, выпущенными в связи с предложением о слиянии;

(в) ценными бумагами, выпущенными в связи с поглощением, включающим приобретение другой, образование новой, раздел компании, передачей всех или части активов и пассивов предприятия или как компенсация для передачи активов иных нежели наличные деньги;

и когда не позднее, чем за 12 месяцев до допуска ценных бумаг к регистрации в том же государстве-члене был опубликован документ, рассматриваемый полномочными органами как содержащий информацию, эквивалентную предусмотренной этой Директивой информации регистрационного заявления. В регистрационных заявлениях должны также публиковаться любые существенные изменения, имевшие место после подготовки этого документа. Документ должен быть доступен публике в зарегистрированном офисе эмитента, а также в офисах финансовых учреждений, уполномоченных действовать как его оплачиваемые агенты. Любые существенные изменения должны публиковаться в соответствии со Статьями 20 (1) и 21 (1).

2 когда ценные бумаги, подлежащие допуску к регистрации, являются:

(а) уже зарегистрированными на той же фондовой бирже акциями, предоставленными бесплатно акционерам; или

(б) акциями, созданными в результате конверсии конвертируемых заемных ценных бумаг или созданными в результате обмена на обмениваемые заемные ценные бумаги, или уже зарегистрированными на той же фондовой бирже акциями компаний, предложенными путем конверсии или обмена; или

(в) акциями, созданными вследствие осуществления прав поручителей если акции компаний, предложенные держателям поручительств, уже зарегистрированы на той же фондовой бирже; или

(г) акциями, выпущенными взамен уже зарегистрированных на той же фондовой бирже, если эмиссия таких новых акций не влечет за собой какого-либо увеличения капитала выпущенных акций;

и, где соответствует, информация, предусмотренная Статьей 2 Перечня А, публикуется в соответствии со Статьями 20 (1) и 21 (1)
3. когда ценные бумаги, подлежащие допуску к регистрации, являются:

(а) акциями, количество или предполагаемая рыночная стоимость, или номинальная стоимость которых, или при отсутствии номинальной стоимости, учет по номиналу составляет менее 10% количества или соответствующей стоимости акций того же класса уже зарегистрированных на той же фондовой бирже; или

(б) заемными ценными бумагами, выпущенными компаниями и другими юридическими лицами-резидентами государств-членов, и которые:

-- при осуществлении своей деятельности извлекают выгоду из государственных монополий и

-- созданы или деятельность которых подпадает под специальный закон или соответственно этому закону, или чьи заемные средства безусловно и безотзывно гарантированы государством-членом или одной из федераций государства, или

(в) заемными ценными бумагами, выпущенными юридическими лицами иными нежели компаниями, являющимися резидентами государства-члена, и

-- созданными специальным законом, и

-- деятельность которых руководствуется этим законом и состоит только в:

(i) мобилизации капитала под контролем государства путем выпуска займов, и

(ii) финансировании производства посредством мобилизованных ими ресурсов, а также ресурсов, выделенных государством-членом, и

-- заемные ценные бумаги которых для допуска к регистрации рассматриваются национальным законодательством как заемные ценные бумаги, выпущенные или гарантируемые государством; или

(г) акциями, выданными служащим, если акции такого же класса уже допущены к регистрации на той же фондовой бирже; акции, отличие которых от других акций состоит лишь в дате первой выплаты дивидендов не должны рассматриваться как акции различных классов; или

(д) акциями, уже допущенными к регистрации на другой фондовой бирже того же государства-члена; или

(е) акциями, выпущенными с целью частичного или полного отказа менеджмента компании с ограниченной ответственностью с акционерным капиталом от своих прав на прибыль если акции того же класса уже допущены к регистрации на той же фондовой бирже; акции, отличие которых от других акций состоит только в дате первой выплаты дивидендов не должны рассматриваться как акции различных классов; или

(ж)дополнительными сертификатами, представляющими акции, выпущенные взамен оригинальных ценных бумаг, когда выпуск таких новых сертификатов не привел к какому-либо увеличению выпущенного акционерного капитала и при условии, что сертификаты, представляющие такие акции, уже зарегистрированы на той же фондовой бирже и когда;

-- в случае (а), эмитент выполнил принятые национальными полномочными органами требования фондовой биржи относительно рекламы и предоставил годовую отчетность и годовые и периодические отчеты, которые эти полномочные органы приняли как адекватные,

-- в случае (д) соответствующее этой Директиве регистрационное заявление уже опубликовано, и

-- во всех случая, упомянутых в пунктах (а)-(ж), информация относительно количества и типа ценных бумаг, которые должны допускаться к регистрации и обстоятельства выпуска таких ценных бумаг опубликована в соответствии со Статьями 20 (1) и 21 (1).

Статья 7

Компетентные органы могут разрешать делать в регистрационном объявлении упущения определенной информации, обусловленной этой Директивой, если они полагают, что:

(а) такая информация имеет только малое значение и не является таковой, что окажет влияние на оценку активов и пассивов, финансового положения, прибылей и убытков и перспектив эмитента; или

(б) раскрытие такой информации было бы противным публичному интересу или наносило бы серьезный ущерб эмитенту при условии, что, в последнем случае, такое упущение не вводило бы

публику в вероятное заблуждение относительно фактов и обстоятельств, знание которых является основным для оценки рассматриваемых ценных бумаг

РАЗДЕЛ II

Содержание регистрационных заявлений в некоторых особых случаях

Статья 8

1. Когда заявление о допуске к регистрации относиться к акциям, предложенным акционерам эмитента на основе преимущественного права приобретения и его акции уже зарегистрированным на той же фондовой бирже, компетентные органы могут обуславливать чтобы регистрационное заявление содержало только информацию, предусмотренную в Перечне А:

-- в Главе 1,
-- в Главе 2,
-- в Главе 3, пункты 3.1.0, 3.1.5, 3.2 0, 3.2.1, 3.2.6, 3.2.7, 3.2.8. и 3.2.9,
-- в Главе 4, пункты 4.2, 4.4, 4.5, 4.7.1. и 4.7.2,
-- в Главе 5, пункты 5.1.4, 5.1.5. и 5.5,
-- в Главе 6, пункты 6.1, 6.2.0, 6.2.2, 6.2.3. и
-- в Главе 7.

Когда упомянутые в первом подпараграфе акции представлены сертификатами, регистрационное заявление должно содержать, по крайней мере, в соответствии со Статьей 16 (2) и (3), в дополнение к упомянутой в этом подпараграфе информации, информацию, обусловленную Перечнем С:

-- в Главе 1, пункты 1.1, 1.3, 1.4, 1.6. и 1.8. и
-- в Главе 2.

2. Когда заявление о допуске к регистрации относится к конвертируемым заемным ценным бумагам, обмениваемым ценным бумагам или заемным бумагам с ручательствами, предложенными акционерам эмитента на основе преимущественного права приобретения и когда его акции уже зарегистрированы на той же фондовой бирже, компетентные органы могут обуславливать чтобы регистрационное заявление содержало только:

-- информацию относительно характера акций, предложенных путем конверсии, обмена или подписки и связанных с этим прав,

-- информацию, предусмотренную Перечнем А и упомянутую выше в первом подпар аграфе параграфа 1 за исключением информации, предусмотренной в Главе 2 этого Перечня,

-- информацию, предусмотренную в Главе 2 Перечня В, и

-- условия и процедуры конверсии, обмена и подписки, а также ситуации, когда к ним могут делаться поправки.

3. При публикации в соответствии со Статьей 20, регистрационное заявление, как упомянуто в параграфах 1 и 2, должно сопровождаться годовой отчетностью за последний финансовый год.
4. Когда эмитент готовит как свою, так и консолидированную отчетность, оба комплекта отчетности должны прилагаться к регистрационному заявлению. Однако компетентные органы могут разрешать эмитенту прилагать к регистрационному заявлению только или свою собственную или консолидированную отчетность при условии, что не прилагаемая к регистрационному заявлению отчетность не содержит существенной дополнительной информации.

Статья 9

1. Когда заявление о допуске к регистрации относится к заемным ценным бумагам, не являющимися ни конвертируемыми, ни обмениваемыми, не сопровождаются ручательствами и выпущены предприятием, ценные бумаги которого уже зарегистрированы на той же фондовой

бирже, компетентные органы могут оговаривать, чтобы регистрационное заявление содержало только информацию, предусмотренную Перечнем В·

-- в Главе 1,
-- в Главе 2,
-- в Главе 3, пункты 3.1.0, 3.1.5, 3.2.0. и 3.2.2,
-- в Главе 4, пункт 4.3,
-- в Главе 5, пункты 5.1.2, 5.1.3, 5.1.4. и 5.4,
-- в Главе 6, и
-- в Главе 7.

(2) При публикации, в соответствии со Статьей 20 регистрационное заявление, как упомянуто в параграфе 1, должно сопровождаться годовой отчетностью за последний финансовый год.

(3) Когда эмитент готовит как свою, так и консолидированную отчетности, то оба комплекта отчетностей должны прилагаться к регистрационному заявлению. Однако компетентные органы могут разрешать эмитенту прилагать к регистрационному заявлению только или свою собственную, или консолидированную отчетность при условии, что не прилагаемая к регистрационному заявлению отчетность не содержит существенной дополнительной информации.

Статья 10

Когда заявление о допуске к регистрации относится к заемным ценным бумагам, почти большинство из которых благодаря своему характеру нормально куплены или проданы ограниченным количеством особенно осведомленных в инвестиционных вопросах инвесторов, компетентные органы могут разрешать упускать из регистрационного заявления информацию, предусмотренную Перечнем В или разрешать включать ее в форме краткого изложения при условии, что такая информация не является существенной с точки зрения затрагиваемых инвесторов.

Статья 11

Для допуска к регистрации ценных бумаг, выпущенных финансовыми учреждениями, регистрационное заявление должно содержать:

-- по крайней мере информацию, определенную в Главах 1, 2, 3, 5 Перечней А или Б, относительно того, выпускаются акции или заемные ценные бумаги, и

-- информацию, адаптированную в соответствии с правилами, разработанными для этой цели национальным законодательством или компетентными органами, к особому характеру эмитента рассматриваемых ценных бумаг и по крайней мере эквивалентную информации, определенной в Главах 4 и 7 Перечней А или В.

2. Государства-члены должны определить финансовые учреждения, подпадающие под эту Статью.

3. Распространение положений, изложенных в этой Статье, может быть распространено на:

-- коллективные инвестиционные предприятия, чьи ценные бумаги не исключены из рамок действия этой Директивы первым абзацем Статьи 1 (2),

-- финансовые компании, не осуществляющие иной деятельности кроме концентрации капитала для его использования материнской компанией или предприятиями-филиалами этой компании, и

-- компании, держатели портфелей ценных бумаг, лицензий или патентов и не осуществляющие иной деятельности кроме управления такими портфелями

Статья 12

Когда заявление о допуске к регистрации касается заемных ценных бумаг, непрерывный или повторяющийся выпуск которых осуществляется кредитными учреждениями регулярно публикующими свою годовую отчетность и, которые в пределах Сообщества созданы или управляются специальным законом или в соответствии с этим законом, или подлежат

291

публичному надзору для защиты сбережений, государства-члены могут обуславливать, чтобы регистрационное заявление содержало только.

-- информацию, предусмотренную в пункте 1 1 и Главе 2 Перечня В, и

-- информацию о любых значимых для оценки затрагиваемых ценных бумаг событиях, имевших место с момента окончания финансового года, за который опубликована последняя годовая отчетность. Такая отчетность должна быть предоставлена в распоряжение публики в офисе эмитента или офисах финансовых организаций, действующих как его оплачиваемые агенты

Статья 13

1. Для допуска к регистрации заемных ценных бумаг, гарантируемых юридическим лицом, регистрационное заявление должно содержать:

-- по отношению к эмитенту предусмотренную в Перечне В информацию и

-- по отношению к поручителю предусмотренную в пункте 1.3 и Главах 3-7 этого Перечня информацию.

Когда эмитент или поручитель являются финансовым учреждением, часть регистрационного заявления, относящаяся к этому финансовому учреждению должна составляться в соответствии со Статьей 11 без ущерба для первого подпараграфа этого параграфа.

2. Когда эмитент гарантированных заемных ценных бумаг является финансовой компанией в рамках значения Статьи 11 (3), регистрационное заявление должно включать:

-- по отношению к эмитенту, информацию, предусмотренную Главами 1.2 и 3 и пунктами 5.1.0-5.1.5 и 6.1 Перечня В и

-- по отношению к гаранту, информацию, предусмотренную в пункте 1.3 и Главах 3-7 этого Перечня.

3. Когда имеется более одного гаранта, обозначенная информация должна запрашиваться по каждому из них; однако с целью большего понимания регистрационного заявления компетентные органы могут разрешать сокращение этой информации.

4. Гарантийный контракт должен в случаях, оговоренных в параграфах 1, 2 и 3, быть доступен для публичного контроля в офисах эмитента и в офисах финансовых учреждений, действующих как его оплачиваемые агенты. Копии контракта должны по требованию предоставляться любому заинтересованному лицу.

Статья 14

1. Когда заявление о допуске к регистрации относится к конвертируемым, обмениваемым или заемным ценным бумагам с поручительствами, регистрационное заявление должно включать в себя:

-- информацию о характере акций, предложенных путем конвертации, обмена или подписки и правах, связанных с этим,
-- информацию, предусмотренную пунктом 1.3 и Главами 3-7 Перечня А,

-- информацию, предусмотренную Главой 2, Перечня В, и

-- условия и процедуры конверсии, обмена или подписки и детали ситуаций, при которых в них могут быть внесены поправки.

2. Когда эмитент конвертируемых, обмениваемых или заемных ценных бумаг с поручительствами не является эмитентом акций, регистрационное заявление должно включать в себя:

-- информацию о характере акций, предложенных путем конверсии, обмена или подписки и правах, связанных с этим, и

-- по отношению к эмитенту ценных бумаг информацию, предусмотренную в Перечне В,

-- по отношению к эмитенту акций информацию, предусмотренную в пункте 1.3 и Главах 3-7 Перечня А, и

-- условия и процедуры конверсии, обмена или подписки и детали ситуаций, при которых в них могут быть внесены поправки.

Однако, когда эмитент заемных ценных бумаг является финансовой компанией в рамках значения Статьи 11 (3), регистрационное заявление должно содержать относительно этой компании только информацию, предусмотренную в Статьях 1, 2 и 3 и в пунктах 5.1.0-5.1.5 и 6.1 Перечня В.

Статья 15

1 Когда заявление о допуске к регистрации касается ценных бумаг, выпущенных в связи с поглощением, включающим в себя приобретение другой, создание новой или раздел компании, передачу всех или части активов и пассивов предприятия, предложение о слиянии или как компенсация для передачи активов иных нежели наличные деньги, документы, описывающие сроки и условия таких операций, а также там, где соответствует, любой открытый балансовый отчет, pro forma или нет, если эмитент еще не подготовил свою годовую отчетность, должен без ущерба к требованиям о публикации регистрационного заявления быть предоставлен для публичной проверки в офисах эмитента ценных бумаг и в офисах финансовых организаций, действующих как его оплачиваемые агенты.

2. Когда сделка, упоминаемая в параграфе 1, имела место более чем два года тому назад, компетентные органы могут обходиться без требования, изложенного в этом параграфе.

Статья 16

1 Когда заявление о допуске к регистрации относится к сертификатам, представляющим акции, регистрационное заявление должно по отношению к сертификатам содержать информацию, обусловленную в Перечне С, а по отношению к представленным акциям информацию, обусловленную в Перечне А.

2. Однако компетентные органы могут освобождать эмитента сертификатов от требований публиковать детали его финансового положения когда эмитент является:

-- кредитным учреждением, резидентом государства-члена, и созданным или управляемым специальным законом или в соответствии с таким законом, или подлежащим публичному контролю для защиты сбережений, или

-- дочерней компанией, 95% или более которой принадлежат кредитному учреждению в рамках значения предыдущего абзаца, обязательства которой перед держателями сертификатов безусловно гарантированы этим кредитным учреждением и которая подлежит de jure или de facto тому же контролю, или

-- "Administratiekantoor" в Нидерландах, управляемый для обеспечения сохранности оригинальных ценных бумаг специальными положениями, разработанными компетентными органами.

3. В случае с сертификатами, выпущенными организацией по трансферту ценных бумаг или вспомогательным учреждением, созданным этой организацией, компетентные органы могут обходиться без публикации информации, предусмотренной в Главе 1 Перечня С.

Статья 17

1 Когда заемные ценные бумаги, допуск которых к регистрации осуществляется, пользуются как по отношению погашения займа, так и по выплате процентов безусловной и безотзывной гарантией государства или одной из его федераций, национальное законодательство или компетентные органы могут разрешать сокращение информации, обусловленной Главами 3 и 5 Перечня В.

2. Возможность сокращения, обусловленная в параграфе 1, может также предоставляться компаниям, созданным или управляемым специальным законом, или в соответствии с таким законом, который имеет полномочия накладывать обязательства на потребителей.

РАЗДЕЛ III

Положения относительно проверки и опубликования регистрационного заявления

Статья 18

1. Государства-члены должны назначить один или более компетентный орган и известить Комиссию о назначении таких полномочных органов с предоставлением деталей любого разделения полномочий среди них Государства-члены должны также обеспечить применение этой Директивы.

2. Регистрационное заявление не может быть опубликовано до его одобрения компетентными органами.

3. Компетентные органы должны давать одобрение на публикацию регистрационного заявления только если у них сложилось мнение, что оно удовлетворят всем требованиям, изложенным в этой Директиве.

Государства-члены должны обеспечить компетентным органам необходимые полномочия для выполнения их задач.

4. Директива не затрагивает ответственность компетентных органов, которые должны продолжать руководствоваться только национальным законодательством.

Статья 19

Компетентные органы решают, принимать ли аудиторский отчет, предусмотренный пунктом 1.3 Перечней А и В, или потребовать дополнительный отчет.

Требование дополнительного отчета должно быть результатом изучения каждого случая по его существу. По просьбе официального аудитора и/или эмитента компетентные органы должны раскрывать им причины, объясняющие это требование.

Статья 20

1. Регистрационное заявление должно публиковаться:

-- путем помещения объявления в одной или более газет, распространяемых по всему государству, в котором делается заявление о допуске ценных бумаг к регистрации, или широко распространяемых в нем, или

-- в виде бесплатной брошюры, предоставляемой публике в офисах фондовой биржи, на которых ценные бумаги были допущены к регистрации, в зарегистрированном офисе эмитента и в офисах финансовых организаций, действующих как его оплачиваемые агенты в государстве-члене, в котором делается заявление о допуске ценных бумаг к регистрации.

2. В дополнение, или полное регистрационное заявление, или записка, раскрывающая где опубликовано регистрационное заявление и где оно может быть получено публикой, они должны входить в публикацию, определенную государством-членом, в котором делается заявление о допуске ценных бумаг к регистрации.

Статья 21

1 Регистрационное заявление должно публиковаться в приемлемые сроки, устанавливаемые национальным законодательством или компетентными органами до наступления даты, начиная с которой регистрация становится действительной.

Кроме того, когда допуску ценных бумаг к регистрации предшествует продажа прав преимущественной подписки, что приводит к росту количества зарегистрированных в официальном списке сделок, регистрационное заявление должно публиковаться в приемлемые сроки, устанавливаемые компетентными органами до начала таких торгов.

2 В исключительных, должным образом обоснованных случаях, компетентные органы могут разрешать откладывать публикацию регистрационного заявления до наступления:

-- даты, когда регистрация становится действительной в случае с ценными бумагами класса, уже зарегистрированного на той же фондовой бирже, выпущенными для трансферта активов иных нежели наличные деньги,

-- даты открытия торгов по правам преимущественной подписки.

3. Если допуск ценных бумаг к регистрации совпадает с их публичным выпуском и если некоторые условия выпуска не определены окончательно до последнего момента, компетентные органы могут просто требовать публикации регистрационного заявления в разумные сроки, упуская информацию об этих условиях, но с указанием того, как она должна подаваться. Такая информация должна публиковаться до даты начала регистрации, за исключением случаев, когда заемные ценные бумаги выпускаются на постоянной основе по различной стоимости.

Статья 22

Когда регистрационное заявление публикуется или будет опубликовано в соответствии со Статьями 1 и 3 для допуска ценных бумаг к регистрации, сообщения, объявления, афиши и документы, сообщающие об этой операции и указывающие основные характеристики этих ценных бумаг, и все другие документы, имеющие отношение к их допуску и предназначенные для публикации эмитентом или от его имени, должны быть переданы сначала компетентным органам. Последние должны принимать решение о необходимости их проверки до публикации.

Вышеупомянутые документы должны сообщать, что регистрационное заявление существует и указывать, где оно публикуется или будет опубликовано в соответствии со Статьей 20.

Статья 23

Информация о каждом новом значительном факторе, способном оказать воздействие на оценку ценных бумаг, который возникает между датой принятия регистрационного заявления и датой начала операций на фондовой бирже, должна даваться в дополнении к регистрационному заявлению, проверенному таким же образом, как и последнее, и опубликованному в соответствии с процедурами, разработанными компетентными органами.

РАЗДЕЛ IV

Сотрудничество между государствами-членами Сообщества

Статья 24

1. Когда заявления о допуске ценных бумаг одного типа к регистрации на фондовых биржах, расположенных или осуществляющих свою деятельность в некоторых странах-членах, подаются одновременно или с короткими интервалами, компетентные органы должны обмениваться информацией и прилагать максимум усилий для достижение наибольшей координации своих требований относительно регистрационных заявлений во избежание разнообразия формальностей и принятия единого текста, требуемого в переводе где это возможно, и выпуска при необходимости дополнительной информации для удовлетворения индивидуальных требований каждого заинтересованного государства-члена.

2 Когда заявление о допуске к регистрации относительно ценных бумаг, зарегистрированных в другом государстве-члене, подано менее чем шесть месяцев тому назад, компетентные органы, которым было подано заявление, должны связаться с компетентными органами, уже допустившими ценные бумаги к регистрации, и должны, насколько это возможно, освободить эмитента этих ценных бумаг от подготовки нового регистрационного заявления, подлежащего совершенствованию, переводу или выпуску дополнений в соответствии с индивидуальными требованиями заинтересованного государства-члена.

Статья 25

1. Государства-члены Сообщества должны обеспечить, чтобы все нанятые или формально нанятые компетентными органами лица были связаны профессиональными секретами. Это означает, что любая конфиденциальная информация, полученная ими при выполнении своих обязанностей, не может быть передана какому-либо лицу или органу власти за исключением случаев, обусловленных законом

2. Параграф 1 не должен, однако, мешать компетентным органам различных государств-членов осуществлять обмен информацией, как обусловлено в этой Директиве. Обмениваемая таким образом информация должна быть защищена обязательством хранения профессиональных секретов нанятыми или формально нанятыми компетентными органами лицами, получающими информацию

РАЗДЕЛ V

Комитет по связям

Статья 26

1. В функции Комитета по связям, созданного на основании Статьи 20 Директивы Совета 79/279/ЕЕС от 5 марта 1979 года для осуществления координации условий допуска ценных бумаг к регистрации на фондовых биржах (1), должны также входить:

(а) без ущерба для Статей 169 и 170 Договора ЕЭС содействие гармоничному применению этой Директивы путем проведения регулярных консультаций по любым практическим проблемам, возникающим при ее применении, обмен мнений по которым считается полезным;

(б) содействие проведению консультаций между государствами-членами о дополнениях и улучшениях регистрационных заявлений, которые компетентные органы вправе требовать или рекомендовать на национальном уровне;

(в) при необходимости консультировать Комиссию по любым дополнениям или поправкам, вносимым к этой Директиве.

2. В функции Комитета по связям не должна входить оценка решений, принимаемых компетентными органами в индивидуальных случаях

РАЗДЕЛ VI

Заключительные положения

Статья 27

1. Государства-члены должны принять меры, необходимые для исполнения этой Директивы, в течении 30 месяцев с момента ее нотификации. Они должны немедленно информировать об этом Комиссию.

2. После нотификации этой Директивы государства-члены должны направлять Комиссии тексты основных законов, постановлений и административных положений, которые принимаются в области деятельности этой Директивы.

Статья 28

Эта Директива адресована государствам членам Сообщества.

Подготовлено в Брюсселе, 17 марта 1980 года

От Совета

Президент
Ж.САНТЕР

ПРИЛОЖЕНИЕ

ПЕРЕЧЕНЬ А

Сведения регистрационного заявления для допуска акций к регистрации на фондовой бирже

ГЛАВА 1

Информация о лицах, ответственных за регистрационное заявление и аудиторскую проверку отчетности.

1.1. Фамилия и функции физических лиц, название и зарегистрированный офис юридических лиц, ответственных за регистрационное заявление или, как это может быть, некоторых его частей с указанием, в последнем случае, этих частей.

1.2. Декларация этими упомянутыми в пункте 1.1. ответственными лицами того, что насколько им известно, информация, приведенная в этой части регистрационного заявления, за которую они несут ответственность, соответствует фактам и не содержит упущений, которые могли бы исказить смысл регистрационного заявления.

1.3. Фамилии, адреса и квалификация официальных аудиторов, проводивших в соответствии с национальным законодательством проверку годовой отчетности компании на протяжении трех предыдущих лет.

Заявление о том, что годовая отчетность прошла аудиторскую проверку. Если результаты аудиторской проверки годовой отчетности были отклонены официальными аудиторами или содержат оговорки, такое отклонение или оговорки должны приводиться полностью и должны даваться их обоснования.

Указание в регистрационном заявлении другой проверявшейся аудиторами информации.

ГЛАВА 2

Информация о допуске к регистрации и акциях, заявление о допуске которых подано

2.1 Указание того, что данный допуск является допуском к регистрации акций, уже имеющих обращение на рынке, или допуском к регистрации с целью их обращения на фондовой бирже

2.2. Информация об акциях, относительно которых подано заявление о регистрации.

2 2 0. Указание резолюций, разрешений и одобрений, на основании которых акции созданы или будут созданы и/или выпущены

Характер и сумма их эмиссии.

Количество акций, которые созданы или будут созданы и/или выпущены, если это предопределено.

2.2.1. В случае выпуска акций в связи с поглощением, разделом компании, передачи всех или части активов и пассивов предприятия, предложением о слиянии или в качестве компенсации, передачи активов иных нежели наличные деньги, указание мест, где можно иметь доступ к документам, сообщающим сроки и условия таких операций, для их проверки публикой.

2.2.2. Краткое описание прав, связанных с этими акциями и, в частности, степень прав голоса, прав на участие в распределении прибыли и на нераспределенную прибыль в случае ликвидации и любых
привилегий.

Предельный срок, после которого наступает прекращение прав и указание стороны в чью пользу переходят эти права.

2.2.3. Налог на прибыль от акций, удерживаемый с источника в стране происхождения и/или в стане регистрации.

Указание того, несет ли эмитент ответственность за удержание налога с источника

2.2.4. Соглашения о передаче акций и любые ограничения на их свободное обращение (статья, определяющая требования одобрений).

2.2.5. Дата вступления в силу прав на получение дивидендов.

2.2.6. Фондовые биржи, на которые подается или будет подано заявление о регистрации.

2.2.7. Финансовые учреждения, которые в момент допуска акций к регистрации являются оплачиваемыми агентами эмитента в государствах-членах, где имел место допуск

2.3. Насколько это соответствует, информация о выпуске и размещении, публичном или частном, акций, в отношении которых подано заявление о допуске к регистрации, предоставляется тогда, когда такой выпуск или размещение имели место на протяжении 12 месяцев, предшествующих допуску.

2.3.0. Указание об использовании акционерами преимущественного права или об ограничении или лишении такого права.
Указание, где возможно, причин ограничения или лишения такого права; в таких случаях обоснование курса нового выпуска, если он осуществляется за наличные, указание бенефициаров, если ограничение или лишение преимущественного права подписки имеет своей целью предоставление прав конкретным лицам.

2.3.1. Общая сумма публичного или частного выпуска или размещения, количество предложенных акций, где возможно, по категориям.

2.3.2. Если публичный или частный выпуск сделаны или делаются одновременно на биржах одного или более государств и если часть их зарезервирована или резервируется для некоторых из них, указание всякой такой части.

2 3.3. Курс выпуска или предложения, или размещения, указывающий номинальную стоимость или, при ее отсутствии, учет по номиналу или капитализированная сумма; эмиссионная премия и сумма любых расходов, конкретно относимых на счет подписчика или покупателя

Методы оплаты цены, в частности, что касается полного расчета по еще неоплаченным акциям.

2 3.4 Процедура использования любого преимущественного права обращаемость права подписки, режим неиспользованных прав подписки.

2.3.5. Период открытия подписки или предложения акций и названия финансовых учреждений, ответственных за прием публичных подписок.

2.3.6. Методы и сроки поставки акций, возможный выпуск временных сертификатов.

2.3.7. Фамилии, названия, адреса и характеристики физических и юридических лиц, осуществляющих андеррайтинг или гарантирующих эмиссию эмитента. Там, где не весь выпуск подтвержден или гарантирован, перечень непокрытой серии.

2.3.8. Указание или оценка общей суммы расходов и/или суммы расходов на каждую акцию, связанных с выпуском, отражающих общую сумму выплат финансовым посредникам, включая комиссию или маржу по операциям "андеррайтинг", комиссию по гарантии, комиссию по размещению или комиссию агентов по продаже.

2.3.9. Чистая выручка эмитента от выпуска акций и предполагаемое использование этой выручки, т.е. для финансирования инвестиционной программы или для упрочения его финансового положения.

2.4. Информация о допуске акций к регистрации:

2.4.0. Характеристика акций, допуск которых к регистрации рассматривается, и в частности их количество и номинальная стоимость, или при отсутствии номинальной стоимости учет по номиналу или общая номинальная стоимость, точное обозначение или класс и прилагаемые купоны.

2.4.1. Если акции предназначены для реализации на фондовой бирже и ранее такие акции публично не продавались, указание количества акций, переданных для реализации и их номинальная стоимость, или при отсутствии номинальной стоимости их учет по номиналу, и, где возможно, указание минимального предлагаемого курса.

2.4.2. Если известно, даты регистрации и реализации новых акций.

2.4.3. Если акции такого же класса уже зарегистрированы на одной или более фондовых биржах, указание этих фондовых бирж.

2.4.4. Если акции такого же класса еще не допущены к регистрации, но реализуются на другом или других рынках, находятся в регулярном обороте, признаны и открыты, указание таких рынков.

2.4.5. Указание любых нижеследующих событий, имевших место на протяжении последнего и текущего финансовых годов:

-- открытые предложения третьих сторон о приобретении контрольных пакетов акций эмитента,

-- открытые предложения эмитента о приобретении контрольных пакетов акций других компаний.

Должны быть предоставлены цена или условия обмена, связанные с такими предложениями и их результатами.

2.5. Если одновременно или почти одновременно с выпуском акций, на допуск которых к регистрации подается заявка, объявлена частная подписка или распродажа акций такого же класса или созданы акции других классов для публичного или частного размещения, должны даваться детали таких операций, количество и характеристики акций, к которым они относятся.

ГЛАВА 3

Общие сведения об эмитенте и его капитале

3.1. Общие сведения об эмитенте:

3.1.0. Название /фамилия/, зарегистрированный офис и главное административное учреждение, если оно иное нежели зарегистрированный офис.

3.1 1. Дата регистрации и продолжительность деятельности эмитента, за исключением случаев, где это не определено.

3.1 2. Законодательство, на основании которого осуществляет свою деятельность эмитент, и юридическая форма, которую он выбрал на основании этого законодательства.

3.1.3. Указание целей эмитента и ссылка на статью меморандума об ассоциации, в которой дано их описание.

3.1.4. Указание реестра и его входящего номера

3.1.5. Указание того, где могут быть проверены документы, касающиеся эмитента, ссылка на которые делается в регистрационном заявлении

3 2. Общие сведения о капитале:

3.2.0. Сумма, на которую выпущен акционерный капитал, количество акций, из которых он состоит, с деталями их основных характеристик; часть выпущенного акционерного капитала, который должен быть полностью оплачен, с указанием количества или общей номинальной стоимости и типа еще полностью не оплаченных акций, разбитых на части, где возможно, в соответствии со степенью их оплаты.

3.2.1. Там, где имеется разрешение, а акционерный капитал не выпущен или предпринимается увеличение капитала inter alia в связи с конвертируемыми займами или передачей прав преимущественной подписки, указание:

-- суммы такого разрешенного капитала или его увеличения и, где возможно, срок действия разрешения,

-- категории лиц, имеющих преимущественные права подписки на такие дополнительные части капитала,

-- сроки и условия выпуска акций, соответствующих таким частям.

3.2.2. Если имеются акции, не представляющие капитал, необходимо указать количество и основные характеристики таких акций.

3.2.3. Сумма любых конвертируемых заемных ценных бумаг, обмениваемых заемных ценных бумаг или заемных ценных бумаг с поручительствами, с указанием условий управления и процедур конверсии, обмена или подписки.

3.2.4. Условия, определенные меморандумом, и статьи ассоциации, управляющие изменениями капитала и соответствующими правами акций различных классов, где такие условия более строгие нежели это требуется законом.
3.2.5. Краткое описание осуществляемых на протяжении трех предыдущих лет операций, приведших к изменению выпущенного акционерного капитала и/или количества и классов акций его составляющих.

3.2.6. Настолько насколько это известно эмитенту, указание физических и юридических лиц, которые прямым или косвенным образом, по отдельности или совместно осуществляют или могут осуществлять контроль над эмитентом и сведения о доле принадлежащего им капитала, предоставляющей право голоса.

Совместный контроль означает контроль, осуществляемый более чем одной компанией или более чем одним лицом, заключившими соглашение, которое может привести к выработке общей стратегии по отношению к эмитенту.

3.2.7. Настолько насколько это известно эмитенту, указание акционеров, которые прямым или косвенным образом являются держателями такой части капитала эмитента, которую государства-члены не могут фиксировать на уровне более чем 20%.

3.2.8. Если эмитент принадлежит к группе предприятий, краткая характеристика группы и положение эмитента в ней

3.2.9. Количество, нетто-капитал и номинальная стоимость или при отсутствии номинальной стоимости учет по номиналу любых его собственных акций, которые эмитент или другая компания, более 50% которой прямым или косвенным образом принадлежат ему, если такие ценные бумаги не являются отдельной статьей балансового отчета.

ГЛАВА 4

Сведения о деятельности эмитента

4.1. Основная деятельность эмитента:

4.1.0. Описание основной деятельности эмитента с указанием основных категорий реализованных товаров и/или оказанных услуг.

Указание любых значительных товаров и/или деятельности.

4.1.1. Разбивка чистого оборота на протяжении последних трех финансовых лет по категориям деятельности и по географическим рынкам насколько, принимая во внимание способ организации реализации товаров или оказания услуг, совпадающих с обычной деятельностью эмитента, эти категории и рынки значительно отличаются один от другого.

4.1.2. Месторасположение и размеры основных учреждений эмитента и краткая информация о принадлежащей ему недвижимости. Любое учреждение, оборот или производство которого составляет более 10%, должно рассматриваться как основное учреждение.

4.1.3. Для горнодобывающей промышленности, добычи углеводородов, разработки карьеров и подобной деятельности, насколько это значительно, описание залежей, оценка экономически эксплуатируемых запасов и предполагаемый период разработки.

Указание периодов и основных условий концессий и экономических условий для их разработки.

Указание фактического хода работ.

4.1.4. Когда информация, предоставленная в соответствии с пунктами 4.1.0-4.1.3., оказалась под влиянием исключительных факторов, этот факт должен быть упомянут.

4.2. Краткая информация о степени зависимости эмитента, если такова имеется, от патентов или лицензий, производственных, коммерческих или финансовых контрактов или новых производственных процессов, когда такие факторы имеют фундаментальное значение для бизнеса эмитента или его прибыльности.

4.3. Информация о стратегии исследований и развития новых товаров и процессов на протяжении последних трех финансовых лет, где это значительно.

4.4. Информация о любых судебных или арбитражных разбирательствах, которые могут оказывать или оказали в недавнем прошлом значительное воздействие на финансовое положение эмитента.

4.5. Информация о любых временных прекращениях деловой деятельности эмитента, которые могут оказывать или оказали в недавнем прошлом значительное воздействие на финансовое положение эмитента.

4.6 Среднее количество персонала и изменения его численности на протяжении последних трех финансовых лет, если такие изменения существенны с, если возможно, разбивкой персонала, занятого основными категориями деятельности.

4.7. Инвестиционная политика:

4.7.0. Описание с цифрами основных инвестиций, включая процентные доходы такие как акции, заемные ценные бумаги и т.д. в другие предприятия, сделанных на протяжении последних трех финансовых лет и уже истекших месяцев текущего финансового года.

4.7 1. Информация о сделанных основных инвестициях, за исключением процентных доходов, приобретенных в других предприятиях.

Описание этих инвестиций с географической точки зрения (внутри страны и за рубежом)

Способ финансирования (внутренний и внешний).

4 7.2. Информация об основных будущих инвестициях эмитента, за исключением процентных доходов, которые будут приобретены в других предприятиях, по которым его менеджмент уже дал твердые обязательства.

ГЛАВА 5

Информация об активах и пассивах, финансовом положении, прибылях и убытках эмитента

5.1. Отчетность эмитента:

5.1.0 Последние три балансовых отчета и счета прибылей и убытков, составленных компанией, представляются как сравнительная таблица. Заметки о годовой отчетности за последний финансовый год.

Проект регистрационного заявления должен быть подан компетентным органам не позднее 18 месяцев с момента окончания финансового года, к которому относятся последние опубликованные годовые отчеты. Компетентные органы могут в исключительных случаях продлить этот срок.

5.1.1. Если эмитент готовит только консолидированную годовую отчетность, в соответствии с пунктом 5.1.0. он может включать ее в регистрационное заявление.

Если эмитент готовит как свою собственную, так и консолидированную годовую отчетность в соответствии с пунктом 5.1.0., он должен включить оба комплекта отчетов в регистрационное заявление. Однако компетентные органы могут разрешать эмитенту включать или свою собственную, или консолидированную годовые отчетности при условии, что в не включенных отчетах не содержится никакая значительная дополнительная информация.

5.1.2. Прибыль или убытки выпускающей акции компании в расчете на одну акцию за финансовый год, являющиеся результатом обычной деятельности компании, после уплаты налогов, за последние три финансовых года, когда компания включает свою годовую отчетность в регистрационное заявление.

Когда эмитент включает только консолидированную годовую отчетность в регистрационное заявление, он должен указать консолидированные прибыль или убытки в расчете на одну акцию за финансовый год за последние три финансовых года. Эта информация должна предоставляться в дополнении к информации, предоставленной в соответствии с предыдущим подпараграфом, когда эмитент также включает свою годовую отчетность в регистрационное заявление.

Если в течение вышеупомянутого периода трех финансовых лет, количество акций в выпускающей компании изменилось в результате, например, увеличения или уменьшения капитала, перераспределения или дробления акций, прибыли или убытки в расчете на одну акцию, упомянутые выше в первом и втором параграфах, должны быть уточнены для того, чтобы сделать их сравнимыми; в таком случае должна раскрываться формула уточнения.

5.1.3. Сумма дивидендов в расчете на одну акцию за последние три финансовых года, уточненная при необходимости для их сравнения в соответствии с третьим подпараграфом пункта 5.1.2.

5 1.4. Когда прошло более девяти месяцев с окончания финансового года, к которому относится последняя публикация своей и/или консолидированной годовой отчетностей, промежуточный финансовый отчет, покрывающий по крайней мере первые шесть месяцев, должен быть включен в регистрационное заявление или прилагаться к нему. Если такой промежуточный финансовый отчет не прошел аудиторскую проверку, это должно быть отмечено.

Когда эмитент готовит консолидированную годовую отчетность, компетентные органы принимают решение должна ли представленный промежуточный финансовый отчет быть консолидированным или нет

302

Любое значительное изменение, имевшее место с момента окончания последнего финансового года или подготовки промежуточного финансового отчета, должно быть отображено в примечании к регистрационному заявлению или прилагаться к нему.

5.1.5. Если собственная или консолидированная годовые отчетности не соответствуют Директивам Совета по годовой отчетности предприятий и не предоставляют верного и открытого видения активов и пассивов, финансового положения, прибылей и убытков эмитента, должна быть предоставлена более детальная и/или дополнительная информация.

5.1.6. Таблица, отображающая источники финансирования и использования фондов на протяжении последних трех финансовых лет.

5.2. Приводимые ниже индивидуальные детали о предприятиях, в которых эмитент владеет частью капитала, способного оказывать значительное воздействие на оценку его собственных активов и пассивов, финансового положения или прибылей и убытков.

Приводимые ниже статьи информации должны предоставляться в любом случае по каждому предприятию, в котором эмитент имеет прямым или косвенным образом процентные доходы от участия, если нетто-капитал этих процентных доходов от участия представляет не менее 10% от капитала и резервирует или составляет не менее 10% чистой прибыли или убытков эмитента или, в случае группового объединения, если нетто-капитал таких процентных доходов от участия составляет не менее 10% от консолидированных активов или составляет не менее 10% от консолидированной чистой прибыли или убытков группы.

Перечисленные ниже пункты информации могут не предоставляться при условии, доказательства эмитентом того, что его пакет акций носит чисто временный характер.

Подобным образом, информация, требуемая в соответствии с пунктами (д) и (е) может быть упущена, когда предприятие, в котором имеются процентные доходы от участия, не публикует свою годовую отчетность.

В ожидании последующей координации положений, связанных с консолидированной годовой отчетностью, государства-члены могут надавать компетентным органам право разрешать упускать определенную в пунктах (г) и (й) информацию если годовые отчеты предприятий, в которых имеются процентные доходы, консолидированы в групповые годовые отчеты или если стоимость получаемая за счет процентов по долевому принципу раскрыта в годовых отчетах, при условии, что, по мнению компетентных органов, упущение такой информации не приведет к вероятному введению публики в заблуждение относительно фактов и обстоятельств, знание которых является необходимым для оценки ценной бумаги, о которой идет речь.

Информация, предусмотренная в пунктах (е) и (й) может быть упущена если, по мнению компетентных полномочных органов, такое упущение не вводит инвесторов в заблуждение.

(а) Наименование и зарегистрированный офис предприятия.

(б) Сфера деятельности

(в) Доля принадлежащего капитала

(г) Выпущенный акционерный капитал

(д) Резервы

(е) Прибыли или убытки в результате обычной деятельности после выплаты налогов за последний финансовый год.

(ж) Стоимость, по которой эмитент обязан публиковать регистрационное заявление, показывает акции, относящиеся на его счет.

(з) Сумма к полной оплате по принадлежащим акциям

(и) Сумма полученных дивидендов на протяжении последнего финансового года по принадлежащим акциям.

(й) Сумма задолженностей эмитента и эмитенту в отношении предприятия

5 3. Не упомянутые в пункте 5 2 частные детали, относящиеся к предприятиям, в которых эмитент владеет по крайней мере 10% капитала. Эти детали могут быть упущены если они незначительны для цели, определенной в Статье 4 этой Директивы:

(а) наименование и зарегистрированный офис предприятия;

(б) доля принадлежащего капитала

5.4. Когда регистрационное заявление включает в себя консолидированную годовую отчетность, раскрытие:

(а) употребленных принципов консолидации. Эти принципы должны быть подробно изложены там, где государство-член не имеет законов регулирующих консолидацию годовой отчетности или где такие принципы не соответствуют таким законам, или общепринятым методами, действующим в государстве-члене, в котором расположена или осуществляет свою деятельность фондовая биржа, заявление о допуске на которую подается;

(б) названий и зарегистрированных офисов предприятий, включенных в консолидацию, где такая информация имеет значение для оценки активов и пассивов, финансового положения, прибылей и убытков эмитента. Достаточно выделить их знаком в списке предприятий, детали о которых требуются в пункте 5.2,

(в) для каждого предприятия, указанного в (б):

-- общей доли процентных доходов третьих сторон если годовая отчетность являются глобальной консолидацией;

-- доли консолидации, рассчитанной на основе процентных доходов, если консолидация была осуществлена на основе pro rata.

5.5. Когда эмитент является доминантным предприятием, формирующим группу с одним или более зависимым предприятием, предусмотренные в Главе 4 и 7 детали, должны предоставляться по этому эмитенту и по группе.

Компетентные органы могут разрешать предоставление этой информации только по эмитенту или только по группе, при условии, что не предоставленные детали не являются существенными.

5.6. Если некоторая информация, предусмотренная в Перечне А, предоставлена в годовой отчетности, предоставленной в соответствии с этой Главой, то нет необходимости в ее повторении.

ГЛАВА 6

Информация об администрации, менеджменте и контроле

6.1. Фамилии, адреса и выполняемые в выпускающей акции компании функции следующих лиц и указанием выполняемой ими основной деятельности вне компании, где эта деятельность имеет значение по отношению к этой компании:

(а) члены административного, управленческого и контролирующего органов;

(б) партнеры с неограниченной ответственностью, в случае с компанией с ограниченной ответственностью с акционерным капиталом;

(в) основатели, если компания была создана менее чем пять лет тому назад.

6.2. Процентные доходы членов административного, управленческого и контролирующего органов в выпускающей акции компании;

6.2.0. Выплаченное вознаграждение и выделенная подобным образом прибыль на протяжении последнего завершившегося финансового года под любой статьей и отнесенные на накладные расходы или на счет выделенных средств на оплату прибыли, членам администрации,

304

менеджмента или наблюдательного органа с предоставлением общих сумм по каждой категории органа.

Необходимо указать общую сумму выплаченного вознаграждения и прибылей, выделенных всем членам администрации, менеджмента и наблюдательного органа эмитента всеми зависимыми предприятиями, с которыми он образовывает группу.

6.2.1. Общее количество акций, принадлежащих членам администрации, менеджмента и наблюдательного органа выпускающей компании, а также опционы, предоставляемые им по акциям компании.

6.2.2. Информация о характере и размере процентных доходов членов администрации, менеджмента и наблюдательного органа в сделках, осуществленных эмитентом, которые являются обычными по их характеру и условиям (такие как покупки выходящие за рамки нормальной деятельности, приобретение или продажа недвижимого имущества) на протяжении предыдущего и текущего финансового годов. Когда такие сделки заключались на протяжении предыдущих финансовых лет и не были окончательно заключены, необходимо также давать информацию об этих сделках.

6.2.3. Общая сумма невыплаченных займов, выданных эмитентом лицам, обозначенным в пункте 6.1. (а) , а также любые гарантии, предоставленные эмитентом в их пользу.

6.3. Схемы вовлечения персонала в капитал эмитента.

ГЛАВА 7

Информация о развитии в недавнем прошлом и перспективы эмитента.

7.1. За исключением случаев, разрешенных компетентными органами, общая информация о тенденциях бизнеса эмитента с конца финансового года, к которому относиться опубликованная годовая отчетность, в частности:

-- наиболее значимые последние тенденции в производстве, торговле, состояние портфеля заказов и

-- последние тенденции в издержках и ценах реализации.

7.2. За исключением случаев, разрешенных компетентными органами, информация о перспективах эмитента, по крайней мере на текущий финансовый год.

ПЕРЕЧЕНЬ В

Сведения регистрационного заявления для допуска заемных ценных бумаг к регистрации на фондовой бирже

ГЛАВА 1

Информация о лицах, ответственных за регистрационное заявление и аудиторскую проверку отчетности

1.1. Фамилии (названия) и адреса физических или юридических лиц, ответственных за регистрационное заявление или, как может быть в отдельных случаях, за определенные его части с указанием, в таких случаях, этих частей.

1 2. Заявление этими ответственными лицами, в соответствии с пунктом 1.1., что, насколько им известно, информация, содержащаяся в этой части регистрационного заявления и за которую оно несут ответственность, соответствует фактам и не содержит упущений способных исказить смысл регистрационного заявления.

1.3. Фамилии, адреса и квалификация официальных аудиторов, проверявших в соответствии с национальным законодательством годовую отчетность за предыдущие три финансовых года. Заявление о том, что годовая отчетность прошла аудиторскую проверку. Если результаты

аудиторской проверки годовой отчетности были отклонены официальными аудиторами или содержат оговорки, то такое отклонение или такие оговорки должны приводиться полностью и даваться их причины

Указание другой информации регистрационного заявления, по которой проводилась аудиторская проверка.

ГЛАВА 2

Информация о займах и допуске заемных ценных бумаг к регистрации

2.1. Условия займа·

2.1.0. Номинальная сумма займа, если эта сумма не фиксирована, то об этом должно быть сделано заявление

2.1.1. За исключением случаев непрерывных эмиссий, курсы нового выпуска и погашения и номинальная ставка процента; если предусмотрены некоторые процентные ставки то указание условий изменения ставки.

2.1.2. Процедуры предоставления любых других льгот; способ расчета этих льгот.

2.1.3. Налог на прибыль с заемных ценных бумаг, вычитаемый с источника в стране происхождения и/или в стране регистрации

Указание того несет ли эмитент ответственность за удержание налога с источника.

2.1.4. Соглашения об амортизации займа, включая процедуры погашения.

2.1.5. Финансовые учреждения, которые в момент допуска к регистрации являются оплачиваемыми агентами эмитента в государстве-члене, где осуществляется регистрация.

2.1.6. Валюта займа; если заем приводится в единицах учета, их контрактный статус; выбор валюты.

2.1.7. Сроки.

(а) срок займа и любые даты платежей;

(б) даты, начиная с которых начинаются выплаты процентов и даты их выплат;

(в) сроки действия требований по процентам и погашения основной суммы займа;

(г) процедуры и сроки поставки заемных ценных бумаг, возможное создание временных сертификатов.

2.1.8. За исключением случаев непрерывных эмиссий, указание доходов. Метод, по которому рассчитан этот доход, должен быть описан в краткой форме.

2.2. Правовая информация:

2.2.0. Указание резолюций, разрешений и одобрений, на основании которых заемные ценные бумаги были или будут созданы/выпущены.

Тип и сумма операции.

Количество заемных ценных бумаг, которые были или будут созданы/выпущены.

2.2.1. Характер и пределы гарантий, ручательств и обязательств, целью которых является убеждение в том, что заем будет должным образом обслуживаться как по погашению заемных ценных бумаг так и по выплате процентов.

Указание мест, где публика может иметь доступ к текстам контрактов с этими гарантиями, ручательствами и обязательствами.

2 2.2. Организация доверенных лиц или любого другого представительства в органе держателей заемных ценных бумаг.

Название (фамилия), функции, описание и главный офис представителя держателей заемных ценных бумаг, основные условия такого представительства и, в частности, условия, при которых представитель может быть заменен.

Указание мест, где публика может иметь доступ к контрактам по таким формам представительства.

2.2.3. Упоминание условий подчинения займа другим задолженностям эмитента, уже сделанным или которые будут сделаны.

2.2 4. Указание законодательства, на основании которого заемные ценные бумаги были созданы и судов, компетентных в случаях судебных процессов.

2.2.5. Указание того являются ли заемные ценные бумаги именными или на предъявителя.

2.2.6. Любые ограничения на возможность свободной передачи заемных ценных бумаг другим лицам.

2.3. Информация о допуске заемных ценных бумаг к регистрации

2.3.0. Фондовые биржи, заявление о регистрации на которых было или будет подано.

2.3.1. Фамилии (названия), адреса и описания физических или юридических лиц, осуществляющих андеррайтинг или гарантирующих эмиссию эмитента. Когда андеррайтинг или гарантии распространяются не на всю эмиссию, указание непокрытой части.

2.3.2. Если публичная или частная эмиссии или размещение сделаны или делаются одновременно на рынках двух или более государств и если часть их зарезервирована или резервируется для некоторых из этих государств, указание любой такой части.

2.3.3. Если заемные ценные бумаги того же класса уже зарегистрированы на одной или более фондовых бирж, указание этих бирж.

2.3.4. Если заемные ценные бумаги того же класса еще не были допущены к регистрации, но по которым проводятся сделки на другом или других регулируемых, регулярно действующих, признанных и открытых рынках, указание таких рынков.

2.4. Информация об эмиссии является сопутствующей регистрации или если это имело место на протяжении трех месяцев предшествующих такой регистрации.

2.4.0. Процедура осуществления любого преимущественного права на покупку; обращаемость прав на подписку; обращение неосуществленных прав подписки.

2.4.1. Метод погашения эмиссии или предложенный курс.

2.4.2. За исключением случаев постоянных эмиссий заемных ценных бумаг, срок открытия эмиссии или предложения и любая возможность досрочного прекращения.

2.4.3. Указание финансовых учреждений, ответственных за получение публичных подписок.

2.4.4. Где необходимо, упоминание того, что подписки могут быть ограничены.

2.4.5. За исключением случаев постоянных эмиссий, указание чистого дохода от займа.

2.4.6. Цель эмиссии и планируемое использование доходов.

ГЛАВА 3

Общая информация об эмитенте и его капитале

3.1. Общая информация об эмитенте

3 1.0. Название, зарегистрированный офис и главное административное учреждение если оно иное нежели зарегистрированный офис.

3.1.1. Дата создания и продолжительность существования эмитента, за исключением случаев, когда это не определено.

3.1 2. Законодательство, на основании которого эмитент осуществляет свою деятельность и юридическая форма, которую он выбрал в соответствии с этим законодательством

3.1 3. Указание принадлежащих эмитенту объектов и ссылки на статьи меморандума об ассоциации, где приводится их описание.

3.1.4. Указание регистра и входящего номера в нем.

3.1.5. Указание мест, где могут быть проверены касающиеся эмитента документы, ссылка на которые делается в регистрационном заявлении.

3.2. Общая информация о капитале:

3.2.0. Сумма выпущенного капитала, количество и классы составляющих его ценных бумаг с деталями их основных характеристик.

Часть выпущенного капитала, подлежащая полной оплате с указанием количества или общей номинальной стоимости и тип еще не полностью оплаченных ценных бумаг разбитых на части, где возможно, в соответствии со степенью их осуществленной оплаты.

3.2.1. Сумма любых конвертируемых, обмениваемых заемных ценных бумаг или заемных ценных бумаг с ручательствами с указанием условий управления и процедур конверсии, обмена или подписки.

3.2.2. Если эмитент принадлежит к группе предприятий, краткое описание группы и положение эмитента в ней.

3.2.3. Количество, нетто-капитал или номинальная стоимость, или, при отсутствии номинальной стоимости, учет по номиналу любых его акций, которые эмитент или другая компания, более 50% которой эмитент владеет прямым или косвенным образом, приобрели и владеют если такие ценные бумаги не отображаются отдельной статьей в балансовом отчете, настолько насколько они представляют значительную часть выпущенного капитала.

ГЛАВА 4

Информация о деятельности эмитента

4.1. Основная деятельность эмитента

4.1.0. Описание основной деятельности эмитента с изложением основных категорий проданных товаров и/или оказанных услуг.

Указание любых значимых новых товаров и/или видов деятельности.

4 1.1. Чистый оборот на протяжении двух последних финансовых лет.

4.1.2. Местонахождение и размеры основных учреждений эмитента и принадлежащей ему недвижимости. Любое учреждение, составляющее более 10% оборота или производства должно рассматриваться как основное.

4.1 3 Для горнодобывающей промышленности, добычи углеводородов, разработки карьеров и подобной деятельности, насколько это значимо, описание залежей, оценка экономически эксплуатируемых запасов и предполагаемый период разработки

Указание сроков и основных условий концессий и экономические условия их разработки.

Информация о ходе выполнения работ

4.1 4 Указать если информация, данная в соответствии с пунктами 4 1 0 - 4.1 3 , оказалась под влиянием исключительных факторов

4 2. Краткая информация относительно зависимости эмитента, если такова имеется, от патентов или лицензий, промышленных, коммерческих или финансовых контрактов или новых производственных процессов когда такие факторы имеют существенное значение для бизнеса или прибыльности эмитента.

4.3. Информация о любых судебных или арбитражных разбирательствах, которые могут иметь или имели значительное воздействие на финансовое положение эмитента в недавнем прошлом.

4.4 Инвестиционная политика:

4 4 0. Описание (с цифрами) основных инвестиций, включая процентные, такие как акции, заемные ценные бумаги и т.д. в других предприятиях, сделанных на протяжении последних трех финансовых лет и истекших месяцев текущего года.

4.4.1. Информация об основных сделанных инвестициях за исключением процентных, приобретенных в других предприятиях.

Описание этих инвестиций по географическому признаку (внутри страны и за ее пределами)

Метод финансирования (внутренний и внешний).

4 4.2. Информация об основных будущих инвестициях эмитента за исключением процентных, приобретенных в других предприятиях, по которых его менеджмент уже дал твердые обязательства

ГЛАВА 5

Информация об активах и пассивах, финансовом положении, прибылях и убытках эмитента.

5 1 Отчетность эмитента:

5 1.0. Два последних балансовых отчета и счет прибылей и убытков, составленных эмитентом в виде сравнительной таблицы.

Проект регистрационного заявления должен быть предоставлен компетентным органам не позже, чем через 18 месяцев с момента окончания финансового года, к которому относятся последняя годовая отчетность. В исключительных случаях компетентные органы могут продлевать этот срок

5 1 1. Если эмитент готовит только консолидированную годовую отчетность, он должен включить ее в регистрационное заявление в соответствии с пунктом 5.1.0.

Если эмитент готовит и свою собственную и консолидированную годовую отчетность, он должен включить оба комплекта отчетов в регистрационное заявление в соответствии с пунктом 5.1.0. Однако, компетентные органы могут разрешать эмитенту включать или его собственную или консолидированную годовые отчетности при условии, что в не включенных отчетах не содержится никакой дополнительной значимой информации.

5.1.2. Когда истекло более девяти месяцев с момента окончания финансового года, к которому относятся последние опубликованные его собственная и/или консолидированная отчетности, в регистрационное заявление должен быть включен или прилагаться к нему промежуточный финансовый отчет, покрывающий по крайней мере первые шесть месяцев. Если промежуточный финансовый отчет не прошел аудиторскую проверку, этот факт должен быть отображен.

Когда эмитент готовит консолидированную годовую отчетность, компетентные органы принимают решение должен ли прилагаемый промежуточный финансовый отчет быть консолидированным или нет.

Любые значительные изменения, имевшие место с момента окончания последнего финансового года или подготовки промежуточного финансового отчета, должны быть описаны во включенной или прилагаемой к регистрационному заявлению записке

5 1 3 Если его собственная или консолидированная годовая отчетности не соответствуют Директивам Совета по вопросам годовой отчетности предприятий и не дают правдивой и верной картины об активах и пассивах, финансовом положении, прибылях и убытках то должна предоставляться более детальная и или дополнительная информация

5 1 4 Указание возможно самое недавнее (что должно быть указано) следующего, если это существенно

-- общей суммы любого неоплаченного заемного капитала, проводя различия между гарантированными займами (путем предоставления эмитентом или третьими сторонами обеспечения или иным способом) и займами не гарантированными,

-- общей суммы всех других займов или задолженностей их класса, проводя различия между гарантированными и не гарантированными задолженностями и долгами,

-- общей суммы любых потенциальных обязательств.

Должно быть дано соответствующее отрицательное подтверждение, где необходимо, при отсутствии тюбых таких займов капитала, займов и задолженностей и потенциальных обязательств.

Если эмитент готовит консолидированную годовую отчетность, должны соблюдаться принципы, изложенные в пункте 5 1.1

Как правило, не должны требоваться отчеты между предприятиями в пределах одной группы При необходимости нужно сделать по этому поводу заявление

5.1 5 Таблица источников и использования фондов на протяжении последних трех финансовых лет

5.2. Приводимые ниже индивидуальные подробности о предприятиях, в которых эмитент является держателем части капитала способного иметь значительное влияние на оценку его собственных активов и пассивов, финансового положения или прибылей и убытков.

Перечисленная ниже информация должна предоставляться так или иначе по каждому предприятию, в котором эмитент имеет прямым или косвенным образом процент участия если нетто-капитал этого процента участия составляет не менее 10% капитала, а резервы или счета не менее 10% чистой прибыли или убытков эмитента или, в случае с группой, если этот процент участия составляет по крайней мере консолидированных чистых активов или счета не менее 10% консолидированной чистой прибыли или убытков группы

Перечисленная ниже информация может не предоставляться при условии, что эмитент доказывает, что его авуары имеют чисто временный характер

Сходным образом, информация, требуемая в соответствии с пунктами (д) и (е) может упускаться, когда предприятие, в котором имеется процентный доход от участия, не публикует свою годовую отчетность

До завершения координации положений по консолидированной годовой отчетности, государства-члены могут давать компетентным органам полномочия разрешать делать обусловленные в пунктах (г) - (з) упущения если годовая отчетность предприятий, в которых имеется процентный доход участия, консолидирована в годовой отчетности группы или если стоимость, относимая на процентный доход по долевому принципу, раскрывается в годовой отчетности при условии, что по мнению компетентных органов упущение этой информации не приведет к возможному искажению фактов и обстоятельств, знание которых для публики является существенным для оценки ценной бумаги, о которой идет речь

(а) Название и зарегистрированный офис предприятия

(б) Поле деятельности

(в) Часть принадлежащего капитала

(г) Выпущенный акционерный капитал

(д) Резервы

(ж) Прибыль или убытки вследствие обычной деятельности, после выплаты налогов, за последний финансовый год

(з) Суммы, подлежащие к оплате по принадлежащим акциям

(и) Сумма дивидендов, полученных в течении последнего финансового года, по принадлежащим акциям

5 3 Когда регистрационное заявление включает в себя годовую отчетность, раскрытие

(а) примененных принципов консолидации Они должны быть четко обозначены там, где в государствах-членах нет законов регулирующих консолидацию годовой отчетности или там, где такие принципы не соответствуют таким законам или с общепринятыми действующими методами в государстве-члене, в котором расположена или осуществляет свою деятельность фондовая биржа, заявление о регистрации на которой подается;

(б) названий и зарегистрированных офисов, включенных в консолидацию предприятий, когда эта информация имеет важное значение для оценки активов и пассивов, финансового положения, прибылей и убытков эмитента. Достаточно выделить их знаком в списке компаний, в отношении которых требуются подробности в пункте 5.2;

(в) для каждого предприятия, определенного в пункте (б).

-- общая часть процентных доходов третьих сторон если годовая отчетность консолидирована глобально,

-- часть консолидации, рассчитанная на основе процентных доходов если консолидация осуществлена на основе pro rata.

5 4 Когда эмитент является доминантным предприятием группы с одним или более зависимым предприятием, подробности, обусловленные в Главах 4 и 7, должны предоставляться по этому эмитенту и группе.

Компетентные органы могут разрешать предоставление этой информации только по эмитенту или по группе, при условии, что не предоставленные подробности не являются существенными

5 5 Если некоторая информация, предусмотренная в Перечне В, отображена в годовой отчетности в соответствии с этой Главой, то нет необходимости ее повторять

ГЛАВА 6

Информация об администрации, менеджменте и контроле

6 1 Фамилии, адреса следующих лиц и их функции в выпускающих предприятиях, а также указание основной деятельности вне пределов этого предприятия, когда это значимо для этого предприятия.

(а) члены администрации, менеджмента и наблюдательного органа,

(б) партнеры с неограниченной ответственностью, в случае с ограниченной ответственность с акционерным капиталом

ГЛАВА 7

Информация о недавнем развитии и перспективах эмитента

7 1 За исключением случаев освобождения, предоставленных компетентными полномочными органами, общая информация о тенденциях бизнеса эмитента с окончания финансового года, к которому относится последняя годовая отчетность, в частности

-- наиболее значимые недавние тенденции в производстве, продаже, запасах, состояние портфеля заказов и

-- недавние тенденции в стоимости и ценах реализации.

7 2 За исключением случаем освобождения, предоставленных компетентными полномочными органами, информация о перспективах эмитента по крайней мере на текущий финансовый год

ПЕРЕЧЕНЬ С

Сведения регистрационного заявления, необходимые для допуска сертификатов представляющих акции к регистрации на фондовой бирже

ГЛАВА 1

Общая информация об эмитенте

1.1. Название, зарегистрированный офис и основное административное учреждение если оно иное нежели зарегистрированный офис

1.2. Дата регистрации и продолжительность существования эмитента, за исключением случаев, когда это не определено.

1.3 Законодательство, на основании которого осуществляет свою деятельность эмитент и юридическая форма, которую он выбрал на основании этого законодательства.

1 4. Сумма выпущенного капитала, количество и классы ценных бумаг, составляющих этот капитал с подробностями их основных характеристик

Часть выпущенного капитала подлежащего полной оплате с указанием количества или общей номинальной стоимости и тип еще не полностью выплаченных ценных бумаг, разбитых, где это возможно, по степеням выполненных выплат.

1.5. Указание основных держателей капитала

1.6. Фамилии, адреса следующих лиц и их функции в выпускающем предприятии с указанием основной деятельности вне пределов этого предприятия, где это значимо для этого предприятия, а также выполняемые функции.

(а) члени администрации, менеджмента и наблюдательного органа,

(б) партнеры с неограниченной ответственностью, в случае с компанией с ограниченной ответственностью с акционерным капиталом

1.7. Цели компании. Если выпуск сертификатов, представляющих акции, не является единственной целью компании, должна приводиться характеристика ее другой деятельности, отдельно деятельности как чисто доверенного лица

1 8 Краткое изложение годовой отчетности, относящейся к последнему завершенному финансовому году.

Когда прошло более девяти месяцев после окончания последнего финансового года, к которому относится последняя опубликованная собственная и/или консолидированная годовые отчетности, промежуточный финансовый отчет, покрывающий по крайней мере первые шесть месяцев, должен быть включен или прилагаться к регистрационному заявлению Если промежуточный финансовый отчет не прошел аудиторскую проверку этот факт должен быть отображен

Когда эмитент готовит консолидированную годовую отчетность, компетентные органы должны решить должен ли предоставленный промежуточный финансовый отчет быть консолидированным или нет

Любое значительное изменение, имевшее место с конца последнего финансового года или подготовки промежуточного финансового отчета, должно быть отображено в записке, входящей в регистрационное заявление или являющейся дополнением к нему

ГЛАВА 2

Информация о самих сертификатах

2 1 Правовой статус.

Указание правил, регулирующих эмиссию сертификатов, даты и места их публикации

2 1 0 Реализация прав и льгот, предоставляемых первоначальными ценными бумагами, в особенности, права голоса - условий, в соответствии с которыми эмитент сертификатов может реализовывать такие права и меры, предусмотренные для получения инструкций о держателях сертификатов - и право участвовать в распределении прибыли и любой нераспределенной прибыли при ликвидации.

2 1 1 Банковские или другие гарантии, прилагаемые к сертификатам и цель которых осуществление андеррайтинга по обязательствам эмитента.

2.1 2 Возможность получения конверсии сертификатов в оригинальные ценные бумаги и процедура такой конверсии.

2 2 Сумма комиссионных и расходов держателя сертификатов в связи с:

-- эмиссией сертификата,

-- выплатой купонов,

-- созданием дополнительных сертификатов,

-- обменом сертификатов на оригинальные ценные бумаги

2.3 Возможность передачи сертификатов другим лицам:

(а) Фондовая биржа о допуске на которую подается или будет подаваться регистрационное заявление:

(б) Любые ограничения возможностей передачи сертификатов.

2 4 Дополнительная информация для допуска к регистрации:

(а) Если сертификаты должны быть размещены на фондовой бирже, количество сертификатов в обращении на бирже и/или общая номинальная стоимость; минимальных продажный курс если такой курс зафиксирован,

(б) Если известно, дата регистрации новых сертификатов.

2 5 Указание соглашений по налогообложению с учетом любых налогов и сборов налагаемых на держателя сертификатов и взимаемых в странах эмиссии сертификатов

2 6 Указание законодательства, на основании которого были выпущены сертификаты и о судебных органах, компетентных при наступлении спорных вопросов

II
(Акты, публикация которых необязательна)

СОВЕТ

ДИРЕКТИВА СОВЕТА

от 15 февраля 1982 года

об информации, публикуемой на регулярной основе компаниями, акции которых допущены к регистрации на фондовых биржах

(82/121/EEC)

СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА

Принимая во внимание Договор о создании Европейского Экономического Сообщества и, в частности, его Статьи 54(3) (g) и 100,

Принимая во внимание предложение Комиссии(1),

Принимая во внимание мнение Европейского Парламента(2),

Принимая во внимание мнение Комитета по Экономическим и Социальным вопросам(3)

Поскольку задачей Директивы Совета 80/390/EEC от 17 марта 1980 года, координирующей требования по составлению, проверке и распространению регистрационных заявлений, публикуемых для их допуска ценных бумаг к регистрации на фондовых биржах (4), является обеспечение улучшенной защиты инвесторов и достижение большей степени эквивалентности предусмотренной защиты путем координации требований к информации, публикуемой во время допуска к регистрации,

Поскольку, в случае допуска ценных бумаг к регистрации на фондовой бирже, защита инвесторов требует, чтобы им регулярно на протяжении всего периода регистрации ценных бумаг предоставлялась соответствующая информация, поскольку задачи координации требований, предъявляемых к этой регулярной информации, сходные с требованиями, предусмотренными для регистрационных заявлений, то

314

(1) OJ No C 29, 1 2 1979, стр 5 и OJ No C 210, 16 8 1980, стр 5.
(2) OJ No C 85, 8 4 1980, стр 69
(3) OJ No C 53, 3 3 1980, стр 54
(4) OJ No L 100, 17 4 1980, стр 1

есть направлены на улучшение такой защиты и достижение их большей эквивалентности, содействие регистрации этих ценных бумаг на более чем одной фондовых биржах Сообщества и таким образом способствование созданию подлинного рынка капиталов Сообщества, делая возможным более полное взаимопроникновение рынков ценных бумаг.

Поскольку в соответствии с Директивой Совета 79/279/EEC от 5 марта 1979 года, координирующей допуск ценных бумаг к регистрации на фондовых биржах (5), зарегистрированные компании должны как можно быстрее предоставить инвесторам свою годовую отчетность и отчет, предоставляющий информацию о компании за весь финансовый год, поскольку четвертой Директивой 78/660/EEC (6) координируются законы, нормативные акты и административные положения государств-членов относительно годовой отчетности определенного типа компаний,

Поскольку компании должны также, по крайней мере один раз на протяжении каждого финансового года, предоставлять инвесторам отчеты о своей деятельности, поскольку эта Директива может, в результате, ограничиваться координацией содержания и распространения единого отчета, охватывающего первые шесть месяцев финансового года;

Поскольку, однако, в случае с обычными долговыми обязательствами в связи с правами, которые они предоставляют их держателям, защита инвесторов посредством публикации отчета о полугодии не является основной, поскольку, на основании Директивы 79/279/EEC конвертируемые или обмениваемые долговые обязательства или долговые обязательства с поручительствами могут быть допущены к регистрации только, если такие же акции уже зарегистрированы на той же фондовой бирже или на другом подобном регулируемом, осуществляющем свою деятельность, признанно открытом рынке или допущены также одновременно, поскольку государства - члены могут быть частично освобождены от этого принципа, только если их компетентные полномочные органы удовлетворены тем, что в распоряжение акционеров предоставлена вся информация, необходимая для формирования мнения о стоимости акций, с которыми соотносятся эти долговые обязательства, поскольку, следовательно, регулярное координирование информации требуется только по компаниям, чьи акции зарегистрированы на фондовой бирже,

Поскольку отчет за полугодие должен давать возможность инвесторам делать информированную оценку общего развития деятельности компании на протяжении охватываемого отчетом периода; поскольку,

(5) OJ No L 66, 16 3 1979, стр 21.
(6) OJ No L 222, 14. 8. 1978, стр 11

однако, этот отчет должен содержать только основные детали финансового положения и общего развития бизнеса конкретной компании,

Поскольку учитывая трудности, возникающие в результате настоящего состояния законов в некоторых государствах - членах, компаниям может быть предоставлен более продолжительный период внедрения положений этой Директивы, нежели период, предусмотренный для адаптации национальных законов,

Поскольку с тем чтобы обеспечить эффективную защиту инвесторов и надлежащее функционирование фондовых бирж, правила, относящиеся к регулярной информации, публикуемой компаниями, акции которых зарегистрированы на фондовых биржах Сообщества, должны применяться не только к компаниям государств - членов Сообщества, но также и к компаниям из стран, не являющихся его членами

ПРИНЯЛ ЭТУ ДИРЕКТИВУ

РАЗДЕЛ 1

Общие положения и рамки

Статья 1

315

1 Эта Директива должна применяться к компаниям, акции которых допущены к регистрации на фондовых биржах, расположенных или осуществляющих свою деятельность в государстве - члене Сообщества, при допуске самих акций или представляющих их сертификатов, такой допуск предшествует или следует за датой вступления в силу этой Директивы

2 Эта Директива, однако, не должна применяться к инвестиционным компаниям иным, нежели закрытого типа

Для этой Директивы "инвестиционные компании иные нежели закрытого типа" означает инвестиционные компании

- целью которых является коллективное инвестирование предоставленного публикой капитала, и которые осуществляют свою деятельность на принципах риска и
- акции которых по требованию их держателей выкупаются или погашаются прямым или косвенным образом из активов этих компаний. Действия, предпринятые такими компаниями для обеспечения того, чтобы биржевая стоимость их акций значительно не отклонялась от стоимости их нетто-активов, будут рассматриваться как равноценные такой покупке или погашению

3. Государства - члены могут исключить центральные банки из сферы применения этой Директивы

Статья 2.

Государства - члены должны обеспечить, чтобы компании публиковали полугодовую отчетность об их деятельности, отчеты прибылей и убытков на протяжении первых шести месяцев каждого финансового года

Статья 3

Государства - члены могут налагать на компании более строгие или дополнительные обязательства, нежели предусмотренные этой Директивой при условии, что они налагаются, в основном, на все компании или на все компании данного класса

РАЗДЕЛ II

Публикация и содержание отчета за полугодие

Статья 4

1 Отчет за полугодие должен быть опубликован в течении четырех месяцев по окончании соответствующего шестимесячного периода

2 В исключительных, достаточным образом обоснованных случаях компетентным органам должно разрешаться продлевать срок публикации.

Статья 5

1 Отчет за полугодие должен состоять из цифр и пояснительного изложения о деятельности компании, прибылях и убытках на протяжении соответствующего шестимесячного периода

2 Цифры, представленные в виде таблицы, должны указывать по крайней мере
- чистый оборот и
- прибыли и убытки до или после отчислений налогов

Эти условия должны иметь такое же значение, что и условия Директив Совета по отчетности компаний

3 Государства - члены могут предоставлять компетентным органам полномочия разрешать компаниям в исключительных и конкретных случаях предоставлять предполагаемые данные по прибылям и убыткам при условии, что акции каждой такой компании зарегистрированы только в одном государстве - члене Использование компанией такой процедуры должно указываться в ее отчете и не должно вводить инвесторов в заблуждение

4 Когда компания выплатила или предлагает выплатить промежуточные дивиденды, цифры должны показывать прибыли и убытки после выплаты налогов за шестимесячный период и сумму выплаченных или предложенных к выплате дивидендов

5 Против каждой цифры должна стоять цифра за соответствующий период предыдущего финансового года

6 Пояснительное изложение должно включать в себя любую значительную информацию, позволяющую инвесторам делать информированную оценку тенденций деятельности компании, прибылей и убытков вместе с указанием любого специального фактора, оказавшего влияния на эту деятельность, прибыли и убытки в течение рассматриваемого периода, а также делать сравнение с соответствующим периодом предыдущего финансового года.

Оно должно также, насколько возможно, показывать возможное будущее развитие компании в текущем финансовом году

7 Там, где обусловленные в параграфе 2 цифры, не соответствуют деятельности компании, компетентные органы должны обеспечить чтобы были сделаны соответствующие уточнения

Статья 6.

Когда компания публикует консолидированную отчетность, ее отчет за полугодие должен публиковаться в консолидированном или неконсолидированном виде. Однако, государства - члены могут разрешать компетентным органам, там, где они полагают, что не принятая форма могла бы содержать дополнительную существенную информацию, требовать от компании опубликовать такую информацию.

Статья 7

1 Отчет о полугодии должен быть опубликован в государстве-члене или государствах-членах, в которых акции допущены к регистрации, в одной или нескольких повсеместно или широко распространенных газетах или в национальном правительственном бюллетене, или доступен для публики в письменном виде в местах, указанных в объявлении, публикуемом в одной или нескольких повсеместно или широко распространенных в государстве газетах, или при помощи других равноценных способов, одобренных компетентными органами.

2 Отчет о полугодии должен быть составлен на официальном языке или языках, или на одном из официальных языков, или на другом языке при условии, что в конкретном государстве-члене такой официальный язык или языки или такой другой язык являются привычными в области финансов и приняты компетентными органами.

3 Компания должна послать копию отчета за полугодие одновременно компетентным органам каждого государства-члена, в котором зарегистрированы ее акции. Это должно быть сделано не позднее даты публикации отчета за полугодие в государстве-члене.

Статья 8

Там, где учетно-бухгалтерская информация прошла аудиторскую проверку официальными аудиторами отчетности компании, аудиторский отчет и любые оговорки, которые могут содержаться в нем, должны воспроизводиться полностью

РАЗДЕЛ III

Полномочия компетентных органов

Статья 9

1 Государства-члены должны назначить один или более компетентный орган и уведомить об этом Комиссию, предоставив детали о любом разделении полномочий между ними Государства-члены должны также обеспечить применение этой Директивы

2 Государства-члены должны наделить компетентные органы полномочиями, необходимыми для выполнения возложенных на них задач

3 Когда отдельные требования этой Директивы не соответствуют деятельности или обстоятельствам компании, компетентные органы должны обеспечить соответствующую адаптацию этих требовании

4 Компетентные органы могут разрешать делать в отчете за полугодие упущения определенной обусловленной этой Директивой информации если они полагают, что раскрытие такой информации противоречило бы интересам публики или наносило бы серьезный ущерб компании при условии, что в последнем случае такое упущение не вводило бы публику в заблуждение по отношению к фактам и обстоятельствам, знание которых является существенным для оценки данных акций

Компания или ее представители должны нести ответственность за правильность и соответствие фактов, на основании которых предоставляется такое освобождение

5 Параграфы 3 и 4 должен также относиться к более строгим или дополнительным обязательствам, налагаемым в соответствии со Статьей 3

6 Если компания, руководствующаяся законодательством страны-не члена, публикует отчет за полугодие в стране-не члене то компетентные органы могут разрешать ей его публикацию вместо оговоренного этой Директивой отчета при условии, что предоставленная информация является эквивалентной той, что была бы предоставлена в результате выполнении этой Директивы

7 Эта Директива не должна затрагивать ответственность компетентных органов, которые будут продолжать руководствоваться только национальным законодательством

РАЗДЕЛ IV

Сотрудничество между государствами членами Сообщества

Статья 10

1 Для выполнения своих обязанностей компетентные органы должны при необходимости сотрудничать и обмениваться любой требуемой для этого информацией.

2 Если отчет за полугодие должен публиковаться в более чем одном государстве-члене, компетентные органы этих государств должны в ущерб Статьи 3 прилагать все свои усилия для принятия текста как единого, отвечающего требованиям государства-члена, в котором акции компании допущены к регистрации в первый раз или текста наиболее близко отвечающего ему В случаях одновременных допусков к регистрации на двух или более фондовых биржах, расположенных или осуществляющих свою деятельность в различных государствах-членах, компетентные органы этих государств должны прилагать все свои усилия для принятия текста как единого, отвечающего требованиям государства-члена, в котором расположен головной офис компании; если головной офис компании расположен в стране-не члене, компетентные органы конкретного государства-члена должны прилагать все свои усилия для принятия единой версии отчета.

РАЗДЕЛ V

Комитет по связям

Статья 11

1 В функции созданного на основании Статьи 20 Директивы 79/279, ЕЕС Комитета по связям должны также входить

(а) без ущерба для Статей 169-170 Договора, содействие гармоничному внедрению этой Директивы путем проведения регулярных консультаций по любым практическим проблемам, возникающим при ее применении и обмен мнениями, по которым считается полезным,

(б) содействие консультациям между государствами-членами по принятию более строгих или дополнительных обязательств, которые могут налагаться ими в соответствии со Статьей 3 для достижения максимальной унификации обязательств, действующих во всех государствах-членах в соответствии со Статьей 54 (3) (g) Договора.

(в) при необходимости консультирование Комиссии по любым дополнениям или поправкам, вносимым в эту Директиву, в частности, Комитет рассмотрит возможную модификацию Статей 3 и 5 в свете продвижения к достижению сходства упомянутых выше в параграфе (б) обязательств

2 В течении 5 лет с момента нотификации этой Директивы Комиссия должна, после проведения консультаций с Комитетом по связям, предоставить Совету отчет о применении Статей 3 и 5 и о таких изменениях, которые могли бы быть внесены в них.

РАЗДЕЛ VI

Заключительные положения

Статья 12

1 Государства-члены должны не позднее 30 июня 1983 года принять меры, необходимые для соответствия с этой Директивы и без промедления информировать об этом Комиссию

2 Государства-члены могут отсрочить начало применение упомянутых в параграфе 1 мер до 36 месяцев после их принятия

3. После нотификации этой Директивы государства-члены должны сообщать Комиссии основные положения законов, нормативных актов и административных положений, которые они принимают в области деятельности этой Директивы.

Статья 13

Эта Директива предназначена для государств членов Сообщества

Сделано в Брюсселе, 15 февраля 1982 года

За Совет

Президент

П де КЕЕРСМАЕКЕР

(Акты, публикация которых необязательна)

СОВЕТ

ДИРЕКТИВА СОВЕТА

от 3 марта 1982 года

вносящая поправки в Директиву 79 279 ЕЕС, координирующую условия допуска ценных бумаг к регистрации на фондовой бирже и в Директиву 80 390 ЕЕС, координирующую требования по составлению, проверке и распространению публикуемых регистрационных заявлений для допуска ценных бумаг к регистрации на фондовой бирже

(82 148 ЕЕС)

СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА,

Принимая во внимание Договор о создании Европейского Экономического Сообщества и, в частности, его Статьи 54 (3) (g) и 100,

Принимая во внимание предложение Комиссии,

Принимая во внимание мнение Европейского Парламента (1),

Принимая во внимание мнение Комитета по Экономическим и Социальным вопросам (2),

(1) Мнение, выраженное 19 февраля 1982 года (еще не опубликованное в Официальном Журнале)
(2) Мнение, выраженное 25 февраля 1982 года (еще не опубликованное в Официальном Журнале)

Поскольку государства-члены в период на протяжении двух лет после нотификации Директивы 79/279/ЕЕС (3) должны привести в соответствие с ней, поскольку такая нотификация имела место 8 марта 1979 года, поскольку такой период закончился 8 марта 1981 года, поскольку, однако, этот период был продлен на один год в случае одновременного введения государствами-членами Директив 79/279/ЕЕС и 80/390/ЕЕС (4), поскольку при этих обстоятельствах этот период истекает 8 марта 1982 года,

Поскольку государства-члены должны привести в соответствие с Директивой 80/390/ЕЕС в течении 30 месяцев с момента ее нотификации, поскольку такая нотификация имела места 19 марта 1980 года, поскольку этот период заканчивается 19 сентября 1982 года, поскольку, однако, этот период закончится ранее 8 марта 1982 года в случае одновременного введения государствами-членами Директив 79/279/ЕЕС и 80/390/ЕЕС,

Поскольку государства-члены должны не позднее 30 июня 1983 года привести в соответствие с Директивой Совета 82/121/ЕЕС от 15 февраля 1982 года о публикуемой на регулярной основе информации компаниями, чьи акции допущены к регистрации на фондовых биржах(5),

Поскольку тесная связь между этими тремя Директивами определяется не только целью всех троих Директив координировать количество правил, относящихся к ценным бумагам допущенным к регистрации на фондовых биржах, но прежде всего поскольку эти Директивы имеют своей целью создание на уровне Сообщества скоординированной информационной политики по ценным бумагам, о которых идет речь;

Поскольку в связи с этим государствам-членам должна быть предоставлена возможность одновременного введения трех Директив для того, чтобы не инициировать некоторые законодательные и правоопределяющие процедуры в одной и той же области с очень короткими интервалами, что создавало бы неприемлемую нагрузку на национальные парламенты или национальные компетентные органы фондовых бирж,

Поскольку в связи с этим в Директивы 79/279/ЕЕС и 80/390/ЕЕС должны быть внесены поправки, позволяющие государствам-членам вводить их одновременно с Директивой 82/121/ЕЕС, т.е. не позднее 30 июня 1983 года

(3) OJ No L 66, 16. 3. 1979, стр. 21
(4) OJ No L 100, 17. 4. 1980, стр. 1
(5) OJ No L 48, 20. 2. 1982, стр. 26

ПРИНЯЛ ЭТУ ДИРЕКТИВУ

Статья 1

Следующий подпараграф должен быть добавлен к Статье 22 (1) Директивы 79/279/ЕЕС

"Однако в случае одновременного введения государствами-членами этой Директивы и Директив 80/390/ЕЕС и 82/121/ЕЕС этот период должен быть продлен до 30 июня 1983 года"

Статья 2

Следующий подпараграф должен быть добавлен к Статье 27 (1) Директивы 80/380/EEC

"В случае одновременного введения это Директива и Директив 79/279/EEC и 82/121/EEC этот период должен быть продлен до 30 июня 1983 года"

Статья 3

Эта Директива предназначена для государств членов Сообщества

Сделано в Брюсселе, 3 марта 1982 года

За Совет

Президент

Л.ТИНДЕМАНС

ДИРЕКТИВА СОВЕТА

от 22 июня 1987 года

вносящая поправки в Директиву 80/390/EEC координирующую требования по составлению, проверке и распространению регистрационных заявлений, которые должны публиковаться для допуска ценных бумаг к регистрации на фондовой бирже

(87/345/EEC)

СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА

Принимая во внимание Договор о создании Европейского Экономического Сообщества и в частности его Статью 54 (2),

Принимая во внимание предложение Комиссии,

Принимая во внимание мнение Европейского Парламента (1),

Принимая во внимание мнение Комитета по Экономическим и Социальным вопросам (2),

Поскольку 17 ноября 1986 года Совет принял Директиву 86/566/EEC, дополняющую Первую Директиву от 11 мая 1960 года по выполнению Статьи 67 Договора (3); поскольку, как следствие, количество заявлений о допуске к регистрации между разными странами, вероятно, возрастет;

Поскольку Статья 24 Директивы 80/390/EEC (4) с поправкой, внесенной Директивой 82/148/ECC(5) обуславливает, что когда ценные бумаги должны допускаться к регистрации на фондовых биржах в двух или более государствах-членах, компетентные органы таких государств-членов должны кооперировать и прилагать усилия для одобрения единого текста регистрационного заявления для использования во всех заинтересованных государствах-членах;

Поскольку это положение не приводит в результате к полному взаимному признанию регистрационных заявлений и поэтому предназначено улучшать Директиву 80/390/EEC для достижения этого признания;

(1) OJ No C 125, 11/5/1987, стр 173
(2) OJ No C 150, 9/6/1987, стр 18
(3) OJ No L 332, 26/11/1986, стр 22
(4) OJ No L 100, 17/4/1980, стр 1
(5) OJ No L 62, 5/3/1982, стр 22

Поскольку взаимное признание представляет собой важный шаг вперед в создании внутреннего рынка Сообщества,

Поскольку в связи с этим необходимо определить какие органы обладают компетенциями проверять и одобрять регистрационные заявления в случае их одновременной подачи о допуске к регистрации в двух или более государствах-членах,

Поскольку взаимное признание может быть эффективным только тогда, когда Директива 80/390/ЕЕС и Директивы, на которые она делает ссылку, включены в национальное законодательство государства-члена, компетентные органы которого одобряют регистрационное заявление,

Поскольку взаимное признание регистрационных заявлений само по себе не дает права на их допуск,

Поскольку рекомендуется содействовать расширению путем подписания соглашений стран Сообщества со странами не являющимися его членами о признании регистрационных заявлений этих стран на взаимной основе,

Поскольку должно оговариваться условие о переходном периоде для Королевства Испании и Португальской Республики учитывая периоды предоставленные этим государствам-членам в соответствии со Статьей 2 (2) Директивы 86/566/ЕЕС,

ПРИНЯЛ ЭТУ ДИРЕКТИВУ

Статья 1

Раздел IV Директивы 80/390/ЕЕС заменен следующими Разделами, а Разделы V и VI станут Разделами VIII и IX, соответственно

РАЗДЕЛ IV

Определение компетентного органа

Статья 24

Когда для таких же ценных бумаг заявления о допуске к регистрации на фондовые биржи, расположенные или осуществляющие свою деятельность в двух или более государствах-членах, включая государство, в котором расположен зарегистрированный офис эмитента, подаются одновременно или с короткими интервалами, регистрационные заявления должны, в соответствии с разработанными этой Директивой правилами, составляться в государстве-члене, в котором эмитент имеет зарегистрированный офис и одобряться компетентными органами этого государства, если зарегистрированный офис эмитента не расположен в одном из этих государств, то эмитент должен выбрать одно из этих государств, в соответствии с законодательством которого регистрационное заявление составляется и одобряется

РАЗДЕЛ V

Взаимное признание

Статья 24а

1 Одобренные в соответствии со Статьей 24, переведенные регистрационные заявления должны признаваться другим государством-членом, в котором сделано заявление о допуске к регистрации, без необходимого получения одобрения компетентных органов этих государств и которые не в силах требовать включения дополнительной информации в регистрационные заявления Однако компетентные органы могут требовать чтобы регистрационные заявления включали в себя информацию специфическую для рынка страны допуска в частности относительно системы подоходного налога , финансовых организации, действующих как оплачиваемые агенты эмитента в этой стране и способов публикации объявлений для инвесторов

2 Регистрационные заявления, одобренные компетентными органами в соответствии со Статьей 24, должны признаваться другим государством-членом, в котором подано заявления о допуске к

322

регистрации даже если частичное освобождение или частичное лишение сделаны в соответствии с этой Директивой, при условии что

(а) частичное освобождение или частичное лишение, о которых идет речь, являются такого характера, что признаются правилами другого государства-члена, а

(б) условия, что обосновывающие частичное освобождение или частичное лишение также существуют в другом заинтересованном государстве-члене и нет других условий, относящихся к таким освобождениям или лишениям, которые могли бы привести компетентные органы в этом государстве-члене к их отказу

Даже если условия, изложенные в пунктах (а) и (б) не выполнены, заинтересованное государство-член может разрешать своим компетентным органам признавать регистрационные заявления, одобренные компетентными органами в соответствии со Статьей 24

3 После одобрения регистрационного заявления компетентные органы в соответствии со Статьей 24 должны направить компетентным органам других государств-членов, в которых сделано заявление о регистрации, сертификат одобрения Если частичное освобождение или частичное лишение были даны в соответствии с этой Директивой, этот факт и его обоснование должны быть отражены в сертификате

4. После того, как подано заявление о допуске к регистрации, эмитент должен направить компетентным органам каждого государства-члена, в котором подается заявление о допуске, проект регистрационного заявления, которое он намерен использовать в этом государстве.

5 Государства-члены могут ограничивать применение этой Статьи по отношению к регистрационным заявлениям эмитента, имеющего зарегистрированный офис в одном из государств-членов

Статья 24b

1 Когда ценные бумаги, заявление о допуске которых к регистрации на фондовых биржах двух или более государств-членов подано одновременно или с коротким интервалом, являлись предметом проспекта, составленного и одобренного в соответствии с этой Директивой во время публичного предложения компетентными органами в соответствии со Статьей 24 за три месяца до подачи заявления о допуске в этом государстве, то этот переведенный проспект должен признаваться как регистрационное заявление в других государствах-членах, в которых подано заявление о допуске к регистрации, без необходимого получения одобрения компетентных органов этих государств-членов и которые не вправе потребовать включение дополнительной информации в регистрационное заявление Однако компетентные органы могут требовать чтобы регистрационные заявления включали в себя информацию специфическую для рынка допускающей страны, в частности, относительно системы налога на прибыль, финансовых организаций, действующих как оплачиваемые агенты эмитента в допускающей стране и способов публикации объявлений для инвесторов.

2 Статья 24а (2), (3), (4) и (5) применяется в возможных случаях, упомянутых в параграфе 1 этой Статьи.

3 Статья 23 применяется ко всем изменениям, имеющим место между тем, когда одобрено содержание проспекта, упомянутого в параграфе 1 этой Статьи и временем начала операций на фондовой бирже

РАЗДЕЛ VI

Сотрудничество

Статья 24с

1 Компетентные органы должны при необходимости сотрудничать для выполнения своих обязанностей и обмениваться информацией, требуемой для этой цели

2 Когда заявление о допуске к регистрации ценных бумаг дающих право на участие в капитале компании или сразу же или по прошествии периода ее становления сделано в одном или более

государств-членов иных нежели то, в котором расположен зарегистрированный офис эмитента акций, которым эти ценные бумаги надают такое право, несмотря не то, что акции эмитента уже допущены к регистрации в этом государстве-члене, компетентные органы допускающего государства-члена могут действовать только после проведения консультации с компетентными органами государства-члена, в котором расположен зарегистрированный офис этого эмитента акций

3 Когда подано заявление о допуске к регистрации ценных бумаг, зарегистрированных в другом государстве-члене менее чем шесть месяцев тому назад, компетентные органы, которым подано это заявление, должны связаться с компетентными органами уже допустившими ценные бумаги к регистрации и, насколько это возможно, освободить эмитента этих ценных бумаг от подготовки нового регистрационного заявления, подлежащего какой-либо модернизации, переводу или выпуску дополнений в соответствии с индивидуальными требованиями заинтересованного государства-члена

Статья 25

1. Государства-члены должны обеспечить чтобы все работающие или ранее работавшие в компетентных органах лица были связаны обязательством хранения профессиональных секретов Это означает, что любая конфиденциальная информация, полученная во время выполнения ими своих обязанностей, не может передаваться никакому лицу или органу власти за исключением случаев, предусмотренных законом

2 Параграф 1 не должен, однако, мешать компетентным органам различных государств-членов обмениваться информацией, как обусловлено в этой Директиве. Обмениваемая таким образом информация должна покрываться обязательством сохранения профессиональных секретов, к которым лица работающие или ранее работавшие в получавших такую информацию компетентных органах имеют/имели доступ

3 Без ущерба для случаев подпадающих под криминальное законодательство, компетентные органы, получающие информацию в соответствии со Статьей 24с (1) могут использовать ее только для выполнения своих обязанностей или в контексте административных запросов, или судебных разбирательств, относящихся к такому выполнению

РАЗДЕЛ VII

Проведение переговоров со странами не членами Сообщества

Статья 25а

Сообщество может, путем соглашений, заключенных с одной или более стран- не членов в соответствии с Договором, признавать на принципах взаимности составленные и проверенные в соответствии с правилами страны или стран-не членов и отвечающие требованиям этой Директивы регистрационные заявления, при условии, что эти правила обеспечивают инвесторам защиту, эквивалентную предоставляемой этой Директивой, даже если эти правила отличаются от положений этой Директивы

Статья 2

1 Государства-члены должны принять меры, необходимые для приведения в соответствие с этой Директивой до 1 января 1990 года. Они должны без промедления информировать об этом Комиссию Однако, для Королевства Испании дата 1 января 1990 года должна быть заменена на 1 января 1991 года, а для Португальской Республики на 1 января 1992 года

2 Государства-члены должны передавать Комиссии тексты основных законов, нормативных актов и административных положений, которые они принимают в области деятельности, охватываемой этой Директивой

Статья 3

Эта Директива предназначена для стран членов Сообщества

Сделано в Люксембурге, 22 июня 1987 года

От Совета

Президент

Л ТИНДЕМАНС

(Акты, публикация которых необязательна)

СОВЕТ

Директива Совета
от 23 апреля 1990 года

вносящая поправки в Директиву 80/390/EEC по взаимному признанию предлагаемых публике проспектов как регистрационных заявлений фондовых бирж

(90/211/EEC)

СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА

Принимая во внимание Договор о создании Европейского Экономического Сообщества и, в частности, его Статью 54,

Принимая во внимание предложение Комиссии (1),

В сотрудничестве с Европейским Парламентом (2),

Принимая во внимание мнение Комитета по Экономическим и Социальным вопросам (3),

Поскольку Статья 21 Директивы 89/298/EEC (4) обуславливает что, когда публичные предложения делаются одновременно или с короткими интервалами в двух или более государствах-членах, предлагаемый публике проспект, составленный и одобренный в соответствии со Статьями 7, 8 или 12 этой Директивы должны признаваться на взаимной основе как таковые в других заинтересованных государствах-членах;

Поскольку желательно также обеспечить признание предлагаемых публике проспектов как регистрационных заявлений там, где допуск к регистрации на фондовой бирже требуется в пределах короткого периода публичного предложения;

Поскольку, поэтому, необходимо внести дополнения в Статью 24b Директивы 80/390/EEC(5), как последняя дополнена Директивой 87/345/EEC(6);

(1) OJ No C 101, 22. 4 1989, стр 13
(2) OJ No C 304, 8 12 1989, стр 34
OJ No C 38, 19 2 1990, стр. 40
(3) OJ No C 201, 7 8 1989, стр 5
(4) OJ No L 124, 5 5. 1989, стр 8
(5) OJ No L 100, 17 4 1980, стр 1
(6) OJ No L 185, 4 7 1987, стр. 81

Поскольку взаимное признание публично предложенных проспектов само по себе не предоставляет право допуска к регистрации на фондовой бирже,

ПРИНЯЛ ЭТУ ДИРЕКТИВУ

Статья 1

Настоящим следующее добавляется к началу Статьи 6 Директивы 80/390/EEC

325

"Без ущерба Статье 24b (1)"

Статья 2

Настоящим параграф 1 Статьи 24b Директивы 80/390/ЕЕС заменяется следующим

"Когда заявление о допуске к регистрации в одном или более государствах-членах подано и ценные бумаги являлись предметом публикации в публично предложенном проспекте, составленном и одобренном в любом государстве-члене в соответствии со Статьями 7, 8 или 12 Директивы 89/298/ЕЕС(*) в течении трех месяцев, предшествовавших подаче заявления о допуске, проспект должен признаваться, после его перевода, как регистрационное заявление в государстве-члене или государствах-членах, в которых подано заявление о допуске к регистрации, без необходимого получения одобрения компетентных органов этого государства или этих государств и без их права требовать включения дополнительной информации в проспект. Компетентные органы могут, однако, требовать чтобы в проспект включалась информация специфическая для рынка страны допуска касающаяся, в частности, системы подоходного налога, финансовых организаций, действующих как оплачиваемые агенты эмитента в допускающей стране и способов публикации объявлений для инвесторов

(*) OJ No L 124, 5/5/1989, стр. 8

Статья 3

1. Государства-члены должны принять меры, необходимые для приведения в соответствие с этой Директивой до 17 апреля 1991 года. Они должны без промедления информировать об этом Комиссию

2. Государства-члены должны сообщать Комиссии тексты основных законов, нормативных актов и административных положений, которые они принимают в сфере деятельности, охватываемой этой Директивой

Статья 4

Эта Директива предназначена государствам членам Сообщества

Сделано в Люксембурге, 23 апреля 1990 года

За Совет

Президент

А. РЕЙНОЛЬДС

(Акты, публикация которых необязательна)

КОМИССИЯ

РЕКОМЕНДАЦИИ КОМИССИИ

от 25 июля 1977 года

к Европейскому кодексу поведения при осуществлении сделок с передаваемыми ценными бумагами

(77/534/ЕЕС)

ПОЯСНИТЕЛЬНЫЙ МЕМОРАНДУМ

I Задачи, поставленные в Статье 2 Римского Договора, в особенности гармоничное развитие экономической деятельности в Сообществе, могут быть достигнуты только при наличии достаточного капитала, а источники капитала достаточно разнообразны для того, чтобы инвестиции в общем рынке финансировались как можно более рационально

Роль рынков ценных бумаг состоит в создании возможности очень свободного взаимодействия в любое время между предложением и спросом капитала. Следовательно, соответствующее функционирование и взаимопроникновение этих рынков должны рассматриваться как существенный аспект создания "общего рынка" капитала.

2 Хотя существующие отличия между различными финансовыми рынками девяти государств членов Сообщества пока не представляли собой непреодолимый барьер для ряда международных сделок, нехватка полной информации о самих ценных бумагах и незнание или ошибочное понимание правил управления различными рынками несомненно содействовали ограничению инвестирования большого количества владельцев сбережений в рынки стран, где они проживают или в немногие хорошо известные международные ценные бумаги.

Уменьшение этих несоответствий, следовательно, вело бы к поощрению взаимопроникновения рынков стран-членов, в особенности если бы это сопровождалось улучшением предоставления инвесторам гарантий.

3 На основе Решения, принятого в 1968 году о раскрытии информации о ценных бумагах и условиях определяющих осуществления сделок с ними, Комиссия уже выполнила определенный объем работы в этом секторе по гармонизации, охватывающей различные специфические аспекты, такие как "содержание, проверка и распространение подлежащих публикации проспектов когда выпущенные компаниями ценные бумаги... допущены к котировке на фондовой бирже"(1) и координация "условий для допуска ценных бумаг к котировке на фондовой бирже"(2).

4. Параллельно с работой по гармонизации посредством Директив и без ущерба этому методу, являющемуся единственным, способным добиться цели действительной европейской интеграции, Комиссия придерживается мнения, что она может рекомендовать государствам-членам - в документе, охватывающем ряд проблем, связанных со сделками с ценными бумагами - обеспечить соблюдение некоторых основных

---

(1) OJ No C 131, 13 12. 1972
(2) OJ No C 56, 10. 3. 1976

принципов. Эти принципы уже широко признаны во всех странах Европы, но их повторное заявление и внедрение помогут создать общее направление профессиональной этики в постоянно меняющейся области; это в свою очередь при помощи Директив значительно облегчит процесс гармонизации, позволяя заранее определять какой подход будет выбран Комиссией.

5 Этот кодекс поведения, публикуемый в виде рекомендаций Комиссии, должен быть представлен отдельно от другой работы Комиссии по гармонизации в этом секторе:

-- поскольку этическим аспектам отдавалось предпочтение над законодательными;

-- поскольку Комиссия хочет полностью учитывать динамику финансового рынка и деловой жизни и осознанно занимать позитивную позицию, заключающуюся в улучшении механизма рынка и эффективности тех, кто работает на нем,

-- поскольку некоторые темы, рассмотрены в кодексе в очень общих чертах, могут , а в некоторых случаях уже нуждаются в предложениях для Директив, где будут определены строгие юридические рамки

II Юридические рамки рекомендаций Комиссии

6 Задача настоящих рекомендаций государствам-членам состоит в том, что они должны обеспечить чтобы те, положение которых может оказывать влияние на работу рынков ценных

бумаг соблюдали принципы кодекса поведения, Комиссия, проведя консультации с работающими в этой сфере, выяснила, что принципы кодекса уже имеют широкую поддержку

7 Хотя большинство государств сейчас осознают необходимость контроля за деятельностью финансовых рынков, очевидно также, что методы контроля все еще широко разняться друг от друга

Рекомендации допускают эти различия, они не требуют от государств-членов создания специальных контролирующих органов, а всего лишь координировать на национальном уровне деятельность различных ассоциаций и органов, о которых идет речь

8. Однако необходимо подчеркнуть, что введение кодекса поведения при проведении сделок с ценными бумагами не может никоим образом препятствовать последующему принятию Директив или Постановлений в одной или больше охватываемых им областей Ряд таких инструментов в действительности уже находятся в стадии подготовки

9 В этом же свете, возможно, в некоторых государствах могут полагать, что законодательства по некоторым или всем предметам, охватываемым этим кодексом, требуют приведения их в соответствие с рекомендациями

III. Содержание кодекса

10. В кодексе излагается основная задача, некоторые общие и ряд дополнительных принципов

11. Общие принципы являются ключевыми положениями кодекса и имеют первостепенное значение.
Они имеют преимущество над и выходят далеко за пределы детальных принципов, которые следуют за ними и, которые являются простой иллюстрацией к ним
Именно общие принципы делают возможным осуществление основной задачи кодекса, содержание кодекса должно пониматься и интерпретироваться в свете основных принципов и не только путем ссылок на букву различных дополнительных принципы

А. Первый общий принцип подчеркивает важность этого аспекта интерпретации кодекса Он напоминает, что любая сделка на рынке ценных бумаг должна осуществляться в соответствии с правилами и практикой в каждом государстве, предназначенными для обеспечения должного функционирования рынков Принципы настоящего кодекса дополняют и усиливают такие правила и практику.

Б Второй общий принцип состоит в том, что предоставляемая инвесторам информация должны быть полной и точной, так как нехватка знаний является источником несовершенства на любом рынке.

Если информация не предоставлена или является непонятной, или неверно интерпретирована теми, кому она предназначена, или умышленно искажена или извращена, котируемые курсы могут вполне стать совершенно искусственными и рынок может перестать выполнять свою роль Поэтому большое количество принципов, во второй части, были разработаны для закрытия этой проблемы (дополнительные принципы 7-15)

Необходимость должного распространения информации охватывает широкий ряд ситуаций, настолько различных насколько различны эмиссии или торги по ценным бумагам В связи с этим были также сделаны предложения для Директив (включая предложение по правилам допуска к котировке)

В. Третий общий принцип относится к равенству работы с акционерами Вопреки определенному критицизму Комиссия придерживается мнения, что принцип равенства работы должен сохраняться, иллюстрируя его применение двумя дополнительными принципами с основным акцентом на специфическую обязанность в раскрытии информации

Дополнительный принцип 17 относиться к равенству работы с другими акционерами, при переходе контрольного пакета акций, но допускает, что защита таких акционеров может осуществляться другими средствами, этим принимается во внимание существования в Германии закона ограничивающего права доминирующего акционера Важно понимать, что основной принцип равенства акционеров выходит далеко за рамки кодекса Он не ограничен, даже в кодексе, на вопросах передачи партий акций или на нескольких дополнительных принципах

второй части, которые могут относиться к этому принципу, таких как использование нераскрытой информации в ущерб тем, кто не имеет доступа к ней или обособление рынков, делающее возможным предоставление преимуществ определенным покупателя или продавцам ценных бумаг над другими

Ясно, что можно привести мало примеров ситуаций, в которых такой принцип был бы уместным, любая попытка дать более детальный перечень случаев с таким принципом могла бы повлечь за собой риск появления лазеек, которые вскоре, возможно, эксплуатировались бы Этот принцип определяет подход и дух, в соответствии с которым должны осуществляться определенные сделки.

Г Четвертый, пятый и шестой общие принципы более практически связаны с некоторыми категориями лиц, значимость роли которых в реализации задач кодекса находится вне сомнения, и конкретно с членами наблюдательных органов, директорами и менеджерами компаний (принцип 4), финансовыми посредниками и лицами профессионально работающими со сделками с ценными бумагами (принципы 5 и 6).

Четвертый общий принцип напоминает сначала, что кодекс применяется, в частности, к членам наблюдательных органов, директоров и менеджеров компаний, а затем более детально упоминает об их обязанностях воздерживаться от любых действий, которые могут мешать надлежащему функционированию рынка их ценных бумаг или причинять вред другим акционерам.

Нежелательное действие на рынке ценных бумаг компании директорами или менеджерами является условием, которое должно интерпретироваться в широком смысле поскольку могут быть примеры неумелых действий, являющиеся предосудительным или более предосудительным нежели положительным.

Пятый общий принцип рекомендует чтобы лица, профессионально работающие со сделками на фондовой бирже или, по крайней мере, лица, регулярно осуществляющие сделки на рынках ценных бумаг, в поисках немедленной и нечестной прибыли подвергали опасности, доверие и эффективность рынка, которые должны поощряться в их же интересах

Противоречия интересов, которые могут возникнуть, например в различных управлениях банка, связанных с различными ролями, которые банк должен выполнять для различных потребителей, приводят к формулированию шестого общего принципа.

Признавая, что очень сложно определить точных пределы, насколько позволяет осторожность, необходимо подчеркнуть, что пути и средства должны выбираться для избежания конфликтов этого характера На одном примере можно показать как трудно определять рамки этого правила: должна ли конфиденциальная информация держаться настолько в секрете в финансовом учреждении, что было бы ошибочным советовать против инвестирования (совершенно не говоря почему инвестирование было бы плохим) в целях не получения прибыли, а избежания потерь? В таком случае банкир должен был бы быть свободным давать такой информированный совет потребителю и это действительно выглядит как благоразумное решение; однако только практика покажет сможет ли эта интерпретация дополнительного принципа 8 стать источником нарушений и должны ли быть ужесточены рекомендации Комиссии по этому специфическому вопросу

12. Дополнительные принципы

Как вытекает из их названия, их задача состоит в дополнении общих принципов, делая их более ясными и иллюстрируя их. Они не являются исчерпывающими; они могут дополняться во время совещания комитета по связям, ответственного за внедрение кодекса, в свете актуальных ситуаций, встречающихся на различных европейских рынках Дополнительные принципы могут быть подразделены на две части

А. Первый дополнительный принцип указывает на ряд аспектов, о которых за значение должно приниматься выражение "честное поведение" финансовых посредников
В дополнение к соответствию законам и существующей практике, дополнительные принципы 1-6 дают описание ряда свойственных посредникам правил поведения
Основное правило относится, конечно же, к рекомендации о выполнении приказов на организованном рынке и рамок, определенных для действий в качестве коллег и вознаграждение за выполнение приказов Рекомендации Комиссии формально советуют против проведения этих операций, но предполагается, что они должны быть переданы под наблюдение контролирующих органов, когда эти органы могут действительно взять на себя ответственность за них

12 Следующие дополнительные принципы, начиная с правила 7 и до конца относятся к потребности предоставления информации

Ясно, что можно было бы избежать многих нарушений если бы точная информация раскрывалась очень быстро и таким образом время, на протяжении которого важная информация держалась в секрете, было бы сокращено до минимума
Принципы, относящиеся к информации, могут сами подразделяться на некоторые части в зависимости от того относятся ли они к

(а) созданию искусственного рынка (принцип 7),
(б) неправильному использованию информации, способной бездействовать на ценообразование (принципы 8-10);
(в) информации, которая должна предоставляться публике полномочными органами рынков и компаний (принципы 11-14),
(г) равноценности информации, на которую имеют право все инвесторы (принципы 15 и 16), и наконец,
(д) информации, которая должна предоставляться, когда имеет место приобретение или, где соответствует, продажа de jure или de facto контрольного пакета компании (принципы 17 и 18)

IV Внедрение Европейского кодекса поведения

13 Рекомендуя Европейский кодекс поведения государствам-членам, Комиссия, конечно же, хорошо осознает, что рекомендации не обязывает государства в получении определенных результатов, успешное внедрение кодекса в значительной степени зависит от активного сотрудничества причастных к нему, в частности, от полномочий органа или органов, обязанных контролировать его внедрение

14 Основная особенность состоит в том, что на базе существующих структур в каждом государстве-члене должен быть, по крайней мере, один орган (контролирующий орган, профессиональная ассоциация и т д)ответственный за контроль по внедрению кодекса на национальном уровне
Однако выбор соответствующего органа относиться к компетенции конкретного государства-члена.
Кодексом не требуется чтобы эти контролирующие органы наделялись полномочиями обычно предоставляемыми государственным органам, поскольку кодекс не предусматривает карательные санкции

15 Однако, поскольку кодекс должен быть приведен в соответствие во всем Сообществе, было бы желательно чтобы представители каждого контролирующего органа входили в комитет по связям
Комитет мог бы давать рекомендации Комиссии по вопросам развития кодекса в свете проблем и практики, встречающихся при его внедрении
Исходя из этого, на основании положений Договора о создании Европейского Экономического Сообщества и, в частности его Статьи 155, Комиссия рекомендует государствам-членам без ущерба уже существующим Постановлениям или административным положениям

1. обеспечивать чтобы те, кто работает на рынках ценных бумаг или положение которых оказывает воздействие на работу этих рынков, соблюдали основную задачу, общие принципы и дополнительные положения прилагаемого ниже Европейского кодекса поведения,

2 для этого координировать деятельность профессиональных ассоциаций и национальных органов, уполномоченных в каждом государстве осуществлять контроль за надлежащим функционированием рынка и поведением тех, кто работает на нем;

3. назначать одного или более представителей этих ассоциаций или органов, которые будут ответственными за ежегодное информирование Комиссии, начиная через год после передачи этих рекомендаций, о любых мерах принятых для его внедрения и об опыте их внедрения, о любых возникающих трудностях и любых предложениях, дополнениях или поправках к Европейскому кодексу поведения,

4 принимать любые другие меры которые они могут рассматривать как необходимые для содействия принципам кодекса и контроля за их выполнением

Сделано в Брюсселе, 25 июля 1977 года

За Комиссию

Кристофер ТУГЕНДХАТ

Член Комиссии

КОМИССИЯ

(COM (89) 629)

Исправленное предложение к Директиве Совета по инвестиционным услугам в области ценных бумаг

(Предложенное Комиссией 8 февраля 1990 года)

(90/C 42/06)

СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА,

Принимая во внимание Договор о создании Европейского Экономического Сообщества и, в частности его Статью 57,

Принимая во внимание предложение Комиссии,

В сотрудничестве с Европейским Парламентом,

Принимая во внимание мнение Комитета по Экономическим и Социальным вопросам,

Поскольку эта Директива предназначена быть основным инструментом для достижения внутреннего рынка, курс, определенный Отдельным Европейским Актом и составленный в виде графика в "Белой Книге" Комиссии, с точки зрения как свободы создания так и свободы оказания финансовых услуг в области деятельности инвестиционных фирм,

Поскольку выбран подход на достижение только существенной гармонизации, необходимой и достаточной для обеспечения взаимного признания разрешений и системы благоразумного контроля, делая возможным предоставление отдельного, признаваемого во всем Сообществе разрешения и применение принципа благоразумного контроля со стороны государства происхождения,

Поскольку необходимо, по причине добросовестной конкуренции, обеспечивать чтобы небанковские инвестиционные фирмы извлекали выгоду с одновременной свободы в создании филиалов и оказании услуг за переделами своего государства, как это обусловлено второй Директивой Совета по координации законов, норм и административных положений относящихся к деятельности кредитных организаций;

Поскольку принципы взаимного признания и контроля государства происхождения требует от компетентных органов каждого государства-члена не предоставлять разрешения или лишать его, когда такие факторы как программа деятельности, географическое распространение или осуществляемая деятельность делают совершенно очевидным, что инвестиционная фирма выбрала правовую систему одного государства-члена с целью избежать более жестких стандартов, действующих в другом государстве-члене, в котором она намерена осуществлять или осуществляет большую часть своей деятельности; поскольку в рамках этой Директивы инвестиционная фирма, являющаяся юридическим лицом, получит разрешение в государстве-члене, в котором она имеет зарегистрированный офис; поскольку государства-члены должны требовать чтобы главный офис располагался в том же государстве, где зарегистрирован офис;

Поскольку, также, необходимым и подходящим является либерализация доступа в членство бирж, финансовых фьючерсных и опционных рынков в государствах происхождения для инвестиционных фирм, имеющих разрешение оказывать соответствующие услуги в государствах-членах, резидентами которых они являются,

Поскольку ответственность за контроль финансовой устойчивости инвестиционной фирмы будет оставаться за компетентными органами государства, резидентом которого она является, и поскольку, для разрешения полного принятия на себя этой ответственности такими компетентными органами, необходима будет последующая Директива по координации правил в области рыночного риска,

Поскольку государство-член, резидентом которого они являются, может установить правила более строгие, чем приведенные в Статьях 3, 4, 10, 11, и 20 для инвестиционных фирм, разрешенных компетентными органами,

Поскольку на основании взаимного признания, выбранный подход позволяет инвестиционным фирмам в государствах-членах, резидентами которых они являются, осуществлять по всему Сообществу любую или все виды деятельности перечисленные в Приложении путем создания филиалов или оказания услуг,

Поскольку осуществление не перечисленных в Приложении видов деятельности будет руководствоваться общими положениями Договора, по правам на создание и свободу оказания услуг,

Поскольку принимающее государство-член может, в связи с осуществлением права на создание и свободу оказания услуг, требовать соблюдения специфических положений своих национальных законов или норм фирмами не имеющими разрешения на деятельность в качестве инвестиционных фирм в государствах-членах, резидентами которых они являются, и относительно не перечисленных в Приложении видов деятельности при условии, что, с одной стороны, такие положения соответствуют законам Сообщества и предназначены для защиты общего блага и что, с другой стороны, такие фирмы или такие виды деятельности не подпадают под эквивалентные правила законодательства или норм их государств-членов;

Поскольку государства-члены должны обеспечить чтобы не было препятствий осуществлению деятельности, получившей взаимное признание в такой же мере как и в своем государстве-члене, до тех пор пока это не входит в противоречия с правовыми положения защищающими общее благо в принимающем государстве-члене,

Поскольку выполнение процедур по разрешению деятельности филиалов разрешенных в третьих странах инвестиционных фирм, будет продолжаться, поскольку такие филиалы не будут пользоваться свободой оказания услуг в соответствии со вторым параграфом Статьи 59 Договора или свободой создания в государствах-членах, иных нежели те, в которых они созданы, поскольку, однако, запросы о разрешении деятельности филиалов или приобретении авуаров предприятий, руководимых законами третьих стран, подпадает под процедуру, в задачу которой входит обеспечение инвестиционным фирмам Сообщества получения эквивалентного режима в третьих странах, о которых идет речь,

Поскольку разрешения, предоставленные инвестиционным фирмам национальными компетентными органами в соответствии с этой Директивой, будут иметь силу во всем Сообществе, а не только на национальном уровне и, поскольку существующие взаимные условия впредь теряют свою силу, поскольку, поэтому, нужна гибкая процедура для того, чтобы сделать возможным взаимный доступ на уровне Сообщества, поскольку цель этой процедуры состоит не в закрытии финансовых рынков Сообщества, а скорее, так как Сообщество намерено держать свои финансовые рынки открытыми для всего мира, в улучшении либерализации всеобщих финансовых рынков третьих стран,
поскольку с этой целью это Директива предусматривает процедуры проведения переговоров с третьими странами и, в крайнем случае, возможность принятия мер, включающих приостановление рассмотрения заявлений о разрешение или ограничение выдачи новых разрешений;

Поскольку уравновешенное осуществление инвестиционных услуг на внутреннем рынке потребует не только наличие правовых норм, но также тесного и постоянного сотрудничества между компетентными органами государств-членов, поскольку для рассмотрения проблем, касающихся отдельных инвестиционных фирм, созданным на основании этой Директивы Комитет по связям является наиболее соответствующим органом,

Поскольку эта процедура взаимного информирования ни в коем случае не заменит созданное на основании этой Директивы двустороннее сотрудничество, поскольку компетентные органы принимающего государства-члена могут, без ущерба полномочиям собственно контроля, продолжать , в случае крайней необходимости, или по собственной инициативе или по

332

инициативе компетентных органов государства-члена, резидентом которого является фирма, проверку соответствия деятельности созданной на его территории инвестиционной фирмы законам и принципами обоснованных административных и учетных процедур и адекватного внутреннего контроля,

Поскольку для учета новых тенденций в секторе инвестиционных услуг время от времени необходимо будет вносить технические изменения в изложенные в этой Директиве подробные правила, поскольку Комиссия должна соответственно при необходимости вносить такие изменения, после проведения консультаций с созданным на основании этой Директивы комитетом

ПРИНЯЛ ЭТУ ДИРЕКТИВУ

ЗАГЛАВИЕ 1

Определения и рамки

Статья 1

В рамках этой Директив:

1. кредитное учреждение означает кредитное учреждение, как это определено в первом абзаце Статьи 1 Директивы Совета 77/780/ЕЕС (1), иное нежели учреждения, упомянутые в ее Статье 2(2),

2 инвестиционная услуга означает любую услугу, относящуюся к любым инструментам, приведенным в списке в Приложении;

3 инвестиционная фирма означает любое физическое или юридическое лицо, деятельностью которой является предоставление любой инвестиционной услуги;

4 государство происхождения означает государство

(а) в котором инвестиционная фирма является физическим лицом, государство-член, в котором расположено основное место деятельности этого лица;
(б) в котором инвестиционная фирма является юридическим лицом, государство-член, в котором расположен его зарегистрированный офис или, если у него нет зарегистрированного офиса, тогда государство-член, в котором расположен его головной офис;

5. принимающее государство-член означает государство-член, в котором инвестиционная фирма имеет филиал или в котором она предоставляет услуги,

6. филиал означает место деятельности, которое образовывает легально зависимую часть инвестиционной фирмы и которое предоставляет инвестиционные услуги, на которые инвестиционная фирма получила разрешение;

7 квалификационный портфель означает прямые или непрямые авуары в инвестиционной фирме представляющие 10 или более процентов капитала или прав голоса или возможность оказания значительного влияния на менеджмент инвестиционной фирмы, в которой имеются авуары.
Для этого определения в контексте Статей 4 и 10 и других уровней авуаров, упомянутых в Статье 10, должны приниматься во внимание права голоса, упомянутые в Статье 7 Директивы Совета 88/627/ЕЕС (2);

(1) OJ No L 322, 17 12 1977, стр 30
(2) OJ No L 348, 17 12. 1988, стр 62

8 материнское предприятие означает материнское предприятие как определено в Статьях 1 и 2 Директивы Совета 83/349 ЕЕС (1),

9 дочернее предприятие означает дочернее предприятие как определено в Статьях 1 и 2 Директивы 83 349 ЕЕС, любое дочернее предприятие дочернего предприятия должно также

рассматриваться как дочернее предприятие материнского предприятия, которое стоит во главе этих предприятий,

10 члены фондовой биржи или организованного рынка означает любое физическое или юридическое лицо, признанное соответствующими органами каждого организованного рынка названной страны и находящееся под его контролем

Статья 2

Эта Директива применяется ко всем инвестиционным фирмам Однако только Статьи 9 (2), 11 и 13 должны применяться к инвестиционным фирмам, являющимися кредитными учреждениями, имеющими банковские лицензии на деятельность с ценными бумагами

Заглавие II

Гармонизация условий предоставления разрешений

Статья 3

1 Инвестиционные фирмы должны получать разрешение в государствах их происхождения до начала предоставления инвестиционных услуг Такое разрешение должно предоставляться компетентными органами государства происхождения, назначенных в соответствии со Статьей 17 Следующие за разрешением упомянутые инвестиционные услуги могут предоставляться немедленно инвестиционной фирмой вместе с другой вспомогательной к ним деятельностью

2 Без ущерба для других условий общего применения, разработанных национальным законодательством, компетентные органы не должны предоставлять разрешения, за исключением если.

--инвестиционная фирма имеет достаточный капитал в соответствии с правилами, предписанными в Директиве.. учитывая характер данных инвестиционных услуг,
-- лица, действительно осуществляющие руководство инвестиционной фирмы, имеют достаточно хорошие репутацию и опыт

3 Государства-члены должны также требовать чтобы заявления о предоставлении разрешений сопровождались программой действий, излагающеи inter alia предусмотренные виды деятельности и организационную структуру инвестиционной фирмы

4 В течении трех месяцев с момента подачи полного заявления кандидат должен быть уведомлен предоставлении ему разрешение или в отказе. Всякий раз, когда отказано в разрешении, должны даваться причины этого Если о решении не сообщено в течении шести месяцев с момента подачи полного заявления, это должно рассматриваться как отказ

5 Компетентные органы могут отозвать разрешение, предоставленное инвестиционной фирме, подпадающей под эту Директиву, только если она

(а) не использует разрешение в течении 12 месяцев, специально отвергает разрешение или прекратила инвестиционную деятельность на протяжении более шести месяцев, если конкретное государство-член не имеет положений о потере силы разрешения в таких случаях,
(б) получила разрешение путем неверных утверждение или любыми другими незаконными способами;
(в) больше не соблюдает условия, на основании которых было выдано разрешение,
(г) больше не обладает достаточными финансовыми ресурсами или на нее больше нельзя полагаться в выполнении ее обязательств по отношению к своим кредиторам и, в частности, больше не обеспечивает надежность доверенных ей активов,
(д) подпадает под один или другой случай, когда национальным законодательством требуется отзыв разрешения

Статья 4

Компетентные органы не могут предоставлять разрешение на осуществление деятельности инвестиционных фирм до получения информации об идентичности акционеров или членов,

прямых или непрямых, физических или юридических лиц, имеющих квалификационный портфель авуаров и о их величине

Компетентные органы должны отказывать в предоставлении разрешения если, учитывая необходимость обеспечения устойчивого и осторожного менеджмента инвестиционной фирмы, они не удовлетворены соответствием акционеров или членов

Статья 5

Государства-члены не должны применять к филиалам инвестиционных фирм, зарегистрированные офисы которых находятся за пределами Сообщества, в начале или при осуществлении ими своей деятельности, положений, которые создают более благоприятный режим нежели тот, который предоставлен филиалам инвестиционных фирм, имеющим зарегистрированные офисы в конкретном государстве-члене

Статья 6

Должны проводиться первоначальные консультации с компетентными органами другого государства-члена, причастного к выдаче разрешения инвестиционной фирме, являющейся:

-- дочерним предприятием инвестиционной фирмы, имеющей разрешение в другом государстве-члене или
-- дочерним предприятием материнского предприятия инвестиционной фирмы, имеющей разрешение в другом государстве-члене, или
-- фирмой, контролируемой теми же лицами, физическими или юридическими, которые контролируют инвестиционную фирму разрешенную в другом государстве-члене.

ЗАГЛАВИЕ III

Отношения с третьими странами

Статья 7

1 Компетентные органы государств-членов должны информировать Комиссию:

(а) о любом разрешении данном прямому или непрямому дочернему предприятию, одно или более материнских предприятий которого руководствуются законами третьей страны Комиссия должна соответственно информировать комитет, созданный на основании Статьи 23;
(б) каждый раз, когда материнское предприятие приобретает контрольный пакет в инвестиционной фирме Сообщества, такая фирма становится его дочерним предприятием Комиссия должна соответственно информировать комитет, созданный на основании Статьи 23.

Когда разрешение выдано прямому или непрямому дочернему предприятию одного или более материнских предприятий, руководствующихся законами третьих стран, структура группы должна быть обозначена в извещении, которое компетентные органы должны направить в Комиссию

2 Государства-члены должны информировать Комиссию о любых общих сложностях, встречавшихся их инвестиционным фирмам при их создании и осуществлению деятельности в третьих странах

3 Вначале, не более чем за шесть месяцев до введения этой Директивы, а затем периодически, Комиссия должна составлять отчеты о режимах, предоставленных инвестиционным фирмам Сообщества в третьих странах в сроки, упомянутые в параграфах 4 и 5 , в период создания, осуществления инвестиционной деятельности и приобретения контрольных пакетов инвестиционных фирм третьих стран Комиссия должна передавать эти отчеты Совету вместе с любыми соответствующими предложениями

4 Всякий раз, когда у Комиссии складывается мнение или на основании отчетов, упомянутых в параграфе 3 или на основании другой информации, что третья страна не предоставляет инвестиционным фирмам эффективный доступ к рынку сравнимый с тем, который предоставлен Сообществом инвестиционным фирмам этой третьей страны, Комиссия может подать предложения в Совет с соответствующим мандатом на проведение переговоров о предоставлении

сопоставимых конкурентных возможностей для инвестиционных фирм Сообщества Совет должен принять решение на основании квалификационного большинства

5 Всякий раз, когда в Комиссии складывается мнение, или на основании отчетов, упомянутых в параграфе 3 или на основании другой информации, что инвестиционные фирмы Сообщества не пользуются в третьих странах режимом предоставляющим одинаковые конкурентные возможности, которыми пользуются инвестиционные фирмы данной страны, и, что не соблюдаются условия эффективного доступа к рынку, Комиссия может начать переговоры с целью исправления положения

При обстоятельствах, приведенных в первом подпараграфе, в любое время может быть принято решение, в дополнение к началу переговоров в соответствии с процедурой, изложенной в Статье 23, о том, что компетентные органы государств-членов должны ограничить или приостановить свое решение о рассмотрении запросов до момента принятия решения или будущих запросов о разрешениях и приобретениях авуаров прямыми или непрямыми материнскими предприятиями руководствующимися законами конкретной третьей страны Продолжительность упомянутых мер не может превышать шести месяцев

До окончания этого шестимесячного периода и в свете результатов переговоров Совет может, по предложению Комиссии, принять квалификационным большинством голосов решение о необходимости продления срока действия мер

Такие ограничения или приостановления не должны распространяться на создание дочерних предприятий, получивших должным образом в Сообществе разрешение инвестиционными фирмами или их дочерними предприятиями, или на приобретение авуаров инвестиционных фирм Сообщества такими фирмами или дочерними предприятиями

6 Всякий раз, когда в Комиссии складывается мнение, что имеет место одна из приведенных в параграфах 4 и 5 ситуаций , государства-члены должны информировать ее по ее требованию

(а) о любом запросе на разрешение прямого или непрямого дочернего предприятия, одно или более материнских предприятий которого руководствуются законами конкретной третьей страны, (б) всякий раз когда их информируют в соответствии со Статьей 10 о том, что такое предприятие делает предложение о приобретении авуаров инвестиционной фирмы Сообщества вследствие чего последняя становится его дочерним предприятием.

Эта обязанность предоставлять информацию теряет свою силу всякий раз при достижении соглашения с третьей страной, упомянутого в параграфах 4 или 5, или когда прекращается применение мер, упомянутых во втором и третьем подпараграфах параграфа 5

7 Меры, принятые в соответствии с этой статьей, должны соответствовать обязательствам Сообщества в соответствии с международными соглашениями, двусторонними или многосторонними, регулирующими создание и осуществление бизнеса инвестиционными фирмами

ЗАГЛАВИЕ IV

Гармонизация условий, регулирующих осуществление бизнеса инвестиционными фирмами

Статья 8

1 Собственные фонды инвестиционной фирмы не должны быть ниже суммы начального капитала, требуемого в соответствии со Статьей 3 во время разрешения ее деятельности

2 Государства-члены могут решать, что инвестиционные фирмы, уже существовавшие на момент принятия Директивы и собственные фонды которых не достигали упомянутых в Статье 3 уровней начальных капиталов, могут продолжать осуществлять свою деятельность В таком случае их собственные фонды не должны опускаться ниже наивысшего уровня, достигнутого после даты нотификации этой Директивы

Если контроль инвестиционной фирмы, подпадающей под упомянутую в параграфе 2 категорию, осуществляется физическим или юридическим лицом иным нежели осуществлявшее контроль ранее, ее собственные фонды должны достигать, по крайней мере, уровня начального капитала, упомянутого в Статье 3

4 Однако, когда имеет место поглощение двух или более инвестиционных фирм, подпадающих под упомянутую в параграфе 2 категорию, в некоторых специфических обстоятельствах и с согласия компетентных органов собственные фонды, возникшей в результате поглощения новой инвестиционной фирмы, не обязательно должны достигать упомянутого в Статье 3 уровня начального капитала Однако собственные фонды новой инвестиционной фирмы не должны опускаться ниже общих собственных фондов поглощенных фирм на момент поглощения, пока упомянутые в Статье 3 соответствующие уровни не будут достигнуты

5 Однако, если в упомянутых в параграфах 1, 2 и 4 случаях собственные фонды должны быть уменьшены, компетентные органы могут, когда обстоятельства обосновывают это, предоставлять инвестиционной фирме ограниченный период для исправления ситуации или прекращения деятельности.

Статья 9

1. Компетентные органы принимающего государства-члена должны требовать постоянного соблюдения инвестиционной фирмой, которой они предоставили разрешение, упомянутых в Статье 3 (2) условий.

2 Компетентные органы принимающего государства-члена должны требовать чтобы инвестиционные фирмы, которым они предоставили разрешение, принимали дополнительные меры по предотвращению рыночного риска, в соответствии с предписанными в Директиве правилами .

3 Контроль за соответствием упомянутых в Статьях 3 (2) и 4 условий должен быть в рамках исключительной регулирующей компетенции компетентных органов принимающего государства-члена независимо от того создает ли инвестиционная фирма филиал или предоставляет услуги в другом государстве-члене.

Статья 10

1 Государства-члены должны требовать чтобы любое физическое или юридическое лицо, предлагающее приобрести прямым или непрямым способом квалификационный портфель инвестиционной фирмы, сначала информировало компетентные органы о размере предполагаемого портфеля Такое лицо должно также информировать компетентные органы если оно предлагает увеличить свой квалификационный портфель настолько, что часть прав голоса или принадлежащего ему капитала достигла бы или превышала бы 20, 33 ил 50% или настолько, что инвестиционная фирма стала бы его дочерним предприятием.

Без ущерба положениям параграфа 2 компетентные органы должны иметь максимум три месяца с даты обусловленной в первом подпараграфе нотификации для того, чтобы противостоять такому плану, если с целью обеспечения устойчивого и осторожного менеджмента инвестиционной фирмы, они не удовлетворены соответствием лица, упомянутого в первом подпараграфе Если они не против плана, то могут установить максимальный период его осуществления

2 Если приобретателем упомянутых в параграфе 1 активов является разрешенная в другом государстве-члене инвестиционная фирма или разрешенное в другом государстве дочернее предприятие инвестиционной фирмы, или физическое или юридическое лицо контролирующее разрешенную в другом государстве-члене инвестиционную фирму и если в результате этого приобретения, фирма, в которой приобретатель предлагает купить активы, стала бы дочерним предприятием или переходила бы под контроль приобретателя, оценка приобретения должна быть предметом предварительной консультации, упомянутой в Статье 6.

3 Государства-члены должны требовать чтобы любое физическое или юридическое лицо, которое предлагает изъять, прямым или непрямым способом, квалификационные активы в инвестиционной фирме, информировало компетентные органы Такое лицо должно также информировать компетентные органы если оно предлагает уменьшить свои квалификационные активы настолько, что часть принадлежащих ему прав голоса или капитала понизилась бы ниже 20, 33 или 50% или настолько, что инвестиционная перестала бы быть его дочерним предприятием

4 Зная это инвестиционные фирмы должны информировать компетентные органы о любых приобретениях или изъятиях активов своего капитала которые приводят к превышению или понижению упомянутых в параграфах 1 и 3 порогов

Они должны также не менее раз в год информировать их об именах акционеров и членов обладающих квалификационными активами и о размерах таких активов как показано, например, в информации, полученной на годовых общих собраниях акционеров и членов или как результат выполнения норм, относящихся к зарегистрированным на фондовых биржах компаниям

5 Государства-члены должны требовать чтобы, там, где влияние, оказываемое упомянутыми в параграфе 1 лицами противоречило бы осторожному и устойчивому менеджменту инвестиционной фирмы, компетентные органы принимали соответствующие меры для того, чтобы положить конец такой ситуации Такие меры могут состоять, например, в запрещениях, санкций против директоров и менеджеров, или в приостановлениях действия прав голоса, предоставляемых акциями, принадлежащими акционерам или членам, о которых идет речь

Подобные меры должны применяться к физическим или юридическим лицам не выполняющим обязательство предоставлять первичную информацию, как обусловлено в параграфе 1. Если активы приобретены вопреки противодействию компетентных органов, государства-члены должны, независимо от того какие меры будут приняты, предусматривать или приостановление соответствующих прав голоса, или признание недействительными итоги голосования, или возможность их аннулирования

Статья 11

1 Государства-члены должны разработать благоразумные правила, которые должны соблюдаться инвестиционными фирмами, разрешенными их компетентными органами. Контроль за такими благоразумными правилами должен входить в исключительную компетенцию компетентных органов принимающего государства-члена независимо от того создает ли инвестиционная фирма филиал или оказывает услуги в другом государстве-члене Эти правила должны требовать чтобы инвестиционная фирма

-- имела устойчивые административные и учетные процедуры и механизмы внутреннего контроля,
-- приняла меры чтобы ценные бумаги, принадлежащие инвесторам содержались отдельно от ее собственных ценных бумаг,
-- за исключением случая, когда инвестиционная фирма является кредитным учреждением, приняла меры чтобы деньги, принадлежащие инвесторам находились на счете или счетах отдельных или отличающихся от собственного счета фирмы,
-- являлась членом общей предназначенной для защиты инвесторов компенсационной схемы, которая препятствует предъявлению им требования вследствие банкротства или невыполнения обязательств инвестиционной фирмой или делает индивидуальные соглашения предоставляющие инвесторам равноценную защиту. До завершения дальнейшей гармонизации компенсационных схем, филиалы инвестиционных фирм должны являться предметами компенсационной схемы, имеющейся в принимающем государстве-члене, при условии, что платежи или взносы в такую компенсационную схему должны рассчитываться со ссылкой на их прибыль что касается их инвестиционной деятельности, осуществляемой в этом государстве,
-- предоставляет компетентным органам принимающего государства-члена такую информацию по требованию и с такими интервалами, какие они могут определить (но не реже, чем поквартально) для того, чтобы они могли оценить ее финансовую стабильность, включая адекватность ее резервов что касается рыночного риска,
-- приняла меры по ведению адекватного учета по выполненным сделкам, который должен по крайней мере быть достаточным для того, чтобы дать возможность полномочным органам принимающего государства-члена контролировать выполнение благоразумных правил, за осуществление которых они несут ответственность, включая правила, относящиеся к рыночному риску Такой учет должен храниться на протяжении периода, утвержденного компетентными органами,
-- была организованна таким образом, чтобы противоречия интересов между фирмой и ее клиентами или между одним и другим ее клиентами не приводили к ущемлению интересов клиентов

2 Государства-члены могут обеспечивать чтобы правила второго, третьего и четвертого абзацев параграфа 1 не применялись, когда услуга предоставляется бизнес или профессиональным

инвесторам или когда инвестиционная услуга не требует от инвестиционной фирмы работы с какими-либо деньгами или ценными бумагами клиентов

ЗАГЛАВИЕ V

Свобода создания и свобода оказания услуг

Статья 12

1 Принимающие государства-члены должны обеспечить чтобы любая инвестиционная услуга или любая вспомогательная к ней деятельность могли осуществляться на их территориях в соответствии с положениями Статей 14-16 или путем создания филиала или путем оказания услуг, инвестиционной фирмой, имеющей в соответствии с этой Директивой разрешение компетентных органов ее государства-члена на оказание таких услуг.

2 Принимающее государство-член могут не обуславливать создание филиала или оказание услуг в соответствии с параграфом 1 требованием о разрешении или требованием предоставления фонда капитала или любой мерой, имеющей эквивалентное значение.

Статья 13

1 Без ущерба для осуществления свободы создания или свободы оказания услуг, упомянутых в Статье 12, принимающие государства-члены должны обеспечить чтобы инвестиционные фирмы, которым разрешено предоставлять брокерские, дилерские или рыночные услуги компетентными органами их государств-членов, имели доступ прямым или непрямым способом к членству в фондовых биржах и организованных рынках ценных бумаг принимающих государств-членов, где предоставляются подобные услуги, а также к членству в клиринговo-расчетных системах там, где они доступны членам таких бирж и рынков

2. Для выполнения изложенных в параграфе 1 обязанностей государства-члены должны обеспечить чтобы упомянутые в этом параграфе инвестиционные фирмы имели выбор стать или

-- прямыми членами фондовых бирж или организованных рынков ценных бумаг, принимающих государств-членов, путем создания филиала в принимающем государстве-члене, или
-- непрямыми членами, путем создания дочернего предприятия в принимающем государстве-члене или путем приобретения существующей фирмы-члена.

В этих случаях членство должно основываться на соответствии правилам, регулирующим структуру и организацию конкретной принимающей фондовой биржи или организованного рынка ценных бумаг и клиринговo-расчетных систем.

3. Там, где фондовая биржа или организованный рынок ценных бумаг принимающего государства-члена работают без какого-либо требования о физическом присутствии, упомянутые в параграфе 1 инвестиционные фирмы могут стать их членами на подобной основе без создания любого представительства в принимающем государстве-члене. Государства происхождения должны разрешать принимающим фондовым биржам или рынкам предоставлять соответствующие условия в пределах территорий их стран происхождения таким образом, чтобы позволить их инвестиционным фирмам стать членами принимающей биржи или рынка, в соответствии с этим параграфом

4 Принимающие государства-члена должны также обеспечить чтобы инвестиционные фирмы, имеющие разрешение компетентных органов их стран происхождения на осуществление финансовых фьючерсов и опционов, имели доступ к членству в финансовых фьючерсных и опционных торгах и к членству в клиринговых домах принимающего государства-члена на тех же условиях, которые определены в параграфах 1, 2 и 3

Статья 14

1 В дополнение к выполнению обязательств, определенных в Статье 3, инвестиционная фирма, желающая создать филиал на территории другого государства-члена должна ставить в известность компетентные органы своего государства-члена.

2 Государства-члены должны требовать от каждой инвестиционной фирмы, желающей создать филиал в другом государстве-члене, предоставлять при нотификации, как это упомянуто в параграфе 1, следующую информацию

(а) государство-член, на территории которого она планирует создание филиала,
(б) программа деятельности определяющая inter alia виды деятельности и организационную структуру филиала,
(в) адрес в принимающем государстве-члене, по которому могут быть получены документы,
(г) фамилии менеджеров филиала

3 Если компетентные органы государства происхождения не имеют причин сомневаться в адекватности административной структуры или финансового положения инвестиционной фирмы, принимая во внимание предусмотренную деятельность они должны в течении трех месяцев по получению упомянутой в параграфе 2 информации передать эту информацию компетентным органам принимающего государства-члена и информировать соответственно инвестиционную фирму, о которой идет речь.

Компетентные органы государства происхождения должны также сообщить сумму собственных фондов инвестиционной фирмы.

Когда компетентные органы государства происхождения отказываются предоставлять упомянутую в параграфе 2 информацию компетентным органам принимающего государства-члена они должны обосновать причины своего отказа конкретной инвестиционной фирме в течении трех месяцев с момента получения всей информации Этот отказ или невозможность ответить должны быть предметом права на обращение в суд в государстве происхождения

4 До того, как филиал инвестиционной фирмы начнет свою деятельность, компетентные органы принимающего государства-члена должны в течении двух месяцев по получению упомянутой в параграфе 3 информации, подготовиться для проведения контроля инвестиционной фирмы в соответствии со Статьей 16 и, если необходимо, указать условия при которых в интересах общего блага эта деятельность должна осуществляться в принимающем государстве-члене.

5 По получении сообщения от компетентных органов принимающего государства-члена или по истечении периода, предусмотренного в параграфе 4, без получения какого-либо сообщения от последних, филиал может быть создан и начинать свою деятельность

6 В случае изменений любых переданных в соответствии с параграфом 2 (б), (в) или (г) сведений инвестиционная фирма должна письменно уведомить о таком изменении компетентные органы государства происхождения и принимающего государства не менее чем за месяц до внесения изменения чтобы дать возможность компетентным органам государства происхождения принять решение в соответствии с параграфом 3 и компетентным органам принимающего государства-члена принять решение об изменении в соответствии с параграфом 4.

Статья 15

1 Любая инвестиционная фирма, желающая впервые воспользоваться свободой предоставления услуг путем осуществления своей деятельности на территории другого государства-члена должна информировать компетентные органы государства происхождения об инвестиционной услуге или услугах, которые она намерена предоставлять

2 Компетентные органы государства происхождения должны в течении месяца по получении упомянутой в параграфе 1 нотификации послать эту нотификацию компетентным органам принимающего государства-члена

Статья 16

1 Принимающие государства-члены могут для статистических целей требовать от всех инвестиционных фирм, имеющих филиалы на их территориях периодически предоставлять отчеты в компетентные органы этих принимающих государств-членов об их деятельности в этих принимающих государствах-членах

2 Когда компетентные органы принимающего государства-члена выясняют, что инвестиционная фирма, имеющая филиал или оказывающая услуги в пределах их территории не выполняет

принятые в этом государстве правовые положения в соответствии с положениями этой Директивы, предоставляющими полномочия компетентных органам принимающего государства-члена, то эти органы должны требовать от данной инвестиционной фирмы положить конец неправильной ситуации

3 Когда конкретная инвестиционная фирма не может предпринять необходимые шаги, компетентные органы принимающего государства-члена должны соответственно информировать компетентные органы государства происхождения Компетентные органы государства происхождения должны, при первой возможности, принять соответствующие меры, обеспечивающие чтобы конкретная инвестиционная фирма положила конец неправильной ситуации Характер этих мер должен быть передан компетентным органам принимающего государства-члена

4 Если, несмотря на меры, принятые государством происхождения или потому что такие меры оказываются неадекватными или не имеются в конкретном государстве-члене, инвестиционная фирма продолжает нарушать упомянутые в параграфе 2 правовые нормы действующие в принимающем государстве-члене, последнее может, предварительно информировав компетентные органы государства происхождения, принять соответствующие меры для предупреждения или наказания нарушений и, насколько необходимо, препятствия осуществлению этой инвестиционной фирмой дальнейших сделок на ее территории. Государства-члены должны обеспечить чтобы на их территориях можно было использовать правовые документы, необходимые для принятия этих мер по отношению к инвестиционным фирмам

5. Упомянутые выше положения не должны затрагивать права принимающих государств-членов в принятии соответствующих мер по предупреждению или наказанию совершенных на их территориях нарушений, противоречащих правовым нормам, принятыми ими в интересах общего блага. Это должно включать возможность запрещения инвестиционным фирмам-нарушителям проведение дальнейших сделок на их территориях.

6 Любая мера, принятая в соответствии с параграфами 3, 4 и 5, предполагающая наказание или ограничение деятельности инвестиционной фирмы, должна быть соответствующим образом обоснована и доведена до сведения конкретной инвестиционной фирмы. Каждая такая мера должна иметь право быть оспоренной в суде государства-члена, компетентные органы которого приняли ее

7 До выполнения изложенной в параграфах 2-4 процедуры, компетентные органы принимающего государства-члена могут в непредвиденных случаях принимать любые меры предосторожности, необходимые для защиты интересов инвесторов и других лиц, которым предоставляются услуги. Комиссия и компетентные органы других государств-членов должны быть информированы о таких мерах при первой возможности

Комиссия может, предварительно проконсультировавшись с компетентными органами заинтересованных государств-членов, принять решение, что государство-член, о котором идет речь, должно изменить или отменить эти меры

8. В случае лишения разрешения, компетентные органы принимающего государства-члена должны быть информированы об этом и должны принять соответствующие меры препятствующие осуществлению конкретной инвестиционной фирмой дальнейших сделок на его территории и защищающие интересы инвесторов. Раз в два года Комиссия предоставляет отчет о таких случаях созданному на основании Статьи 23 Комитету

9 Государства-члены должны информировать Комиссию о количестве и типах случаев, в которых в соответствии со Статьей 14 последовал отказ
или были приняты меры в соответствии с положениями параграфа 4 Раз в два года Комиссия должна предоставлять отчет о таких случаях созданному на основании Статьи 23 Комитету

10 Ничто в этой Статье не должно мешать инвестиционным фирмам других государств-членов рекламировать свои услуги при помощи всех доступных средств информации принимающего государства-члена, подпадающие под любые правила, регулирующие форму и содержание такого рекламирования, принятые в интересах общего блага

ЗАГЛАВИЕ VI

Полномочные органы, ответственные за разрешение и контроль

Статья 17

1 Государства-члены должны назначать полномочные органы, которые должны выполнять обязанности, предусмотренные этой Директивой Они должны информировать об этом Комиссию с указанием любого разделения обязанностей

2 Упомянутые в параграфе 1 полномочные органы должны быть публичными или официально признанными национальным законодательством или государственными органами как часть контролирующей, широко распространенной в конкретном государстве-члене системы

3 Данные органы должны быть наделены всеми полномочиями, необходимыми для выполнения своей задачи

Статья 18

1 Когда имеется несколько компетентных органов в одном и том же государстве-члене они должны тесно сотрудничать для контроля деятельности работающих там инвестиционных фирм.

2 Государства-члены должны также позволять такое сотрудничество между компетентными органами и публичными органами, ответственными за контроль над кредитными, другими финансовыми учреждениями и страховыми компаниями, что касается соответственных видов деятельности, контролируемых ими

3 Когда инвестиционные услуги предоставляются на основе услуг без учета границ или путем создания филиалов в одном или более государствах-членах иных нежели государство происхождения, компетентные органы заинтересованных государств-членов должны тесно сотрудничать для осуществления контроля за деятельностью конкретных инвестиционных фирм Они должны предоставлять друг другу по требованию всю информацию, касающуюся менеджмента и собственности таких инвестиционных фирм, что могло бы способствовать их контролю и изучению условий для предоставления разрешений и всю информацию, способствующую наблюдению за такими фирмами.

Статья 19

1 Принимающие государства-члены должны обеспечивать чтобы, когда разрешенная в другом государстве-члене инвестиционная фирма осуществляет свою деятельность там через филиал, компетентные органы государства происхождения могли, проинформировав предварительно компетентные органы принимающего государства-члена, проводить сами или при помощи посредников, которых они назначат для этих целей, срочные проверки информации, упомянутой в статье 18 (3)

2 Компетентные органы государств происхождения могут также просить компетентные органы принимающих государств-членов о проведении этой проверки. Органы, получившие такою просьбу, должны, в рамках своих компетенций, или проводить проверку сами или разрешив ее проведение органам, сделавшим запрос, или позволив ее проведение аудитору или эксперту.

3 Эта Статья не затрагивает право компетентных органов принимающего государства-члена осуществлять, во исполнение определенных этой Директивой обязанностей, срочные проверки созданных на их территории филиалов

Статья 20

1 Государства-члены должны предусмотреть чтобы все лица, работающие или ранее работавшие в компетентных органах, а также аудиторы или эксперты, действующие от имени компетентных органов, хранили профессиональные секреты Это означает, что никакая конфиденциальная информация, которую они могут получать во время выполнения своих обязанностей не может быть передана какому-либо лицу или какому-либо органу, за исключением краткой или обобщенной формы, чтобы отдельные инвестиционные фирмы не могли быть идентифицированы, без ущерба случаям, предусмотренным уголовным законодательством

Однако, когда инвестиционная фирма была объявлена банкротом или принудительно ликвидирована, конфиденциальная информация, не касающаяся третьих сторон, вовлеченных в попытки спасти эту инвестиционную фирму, может передаваться для гражданского или коммерческого разбирательств

2 Несмотря на параграф 1, компетентные органы различных государств-членов и публичные органы, ответственные за контроль над кредитными и другими финансовыми учреждениями, должны, где соответствует, иметь разрешение на обмен информацией в соответствии с положениями Статьи 18, для эффективного исполнения своих обязанностей Эта информация должна подпадать под условия хранения профессиональных секретов, упомянутых в параграфе 1

3 Государства-члены могут заключать соглашения о сотрудничестве, предусматривающие обмен информацией с компетентными органами третьих стран, только если раскрываемая информация подпадает под гарантии сохранения профессиональных секретов по крайней мере эквивалентных тем, что упомянуты в этой Статье.

4 Компетентные органы, получающие конфиденциальную информацию в соответствии с параграфами 1 или 2, могут использовать ее только при исполнении своих обязательств·

-- для проверки соблюдения условий, регулирующих бизнес контролируемых ими субъектов хозяйственной деятельности для содействия осуществления наблюдения за проведением такого бизнеса, административными и бухгалтерскими процедурами и механизмами внутреннего контроля или

-- для применения санкций, или
-- в административных апелляциях против решения компетентного органа, или
-- в судебных разбирательствах, проводимых в соответствии со Статьей 21.

5 Параграфы 1 и 4 не должны мешать обмену информацией внутри государства-члена или между государствами-членами, между компетентными органами и·

-- органами, ответственными за осуществление контроля за финансовыми рынками,
-- органами, участвующими в ликвидации или процедуре банкротства инвестиционных фирм и в других подобных процедурах,
-- лицами, ответственными за проведение установленных законом проверок счетов инвестиционных фирм и других финансовых учреждений,

во исполнение своих контрольных функций и раскрытие органам, управляющим компенсационными схемами, информации, необходимой для осуществление ими своих функций Эта информация подпадает под условия соблюдения профессиональных секретов, упомянутых в параграфе 1

6. В дополнение, несмотря на положения, упомянутые в параграфах 1 и 4, государства-члены могут на основании положений закона разрешать раскрытие определенной информации другим департаментам их центральных правительственных администраций, ответственных за законодательство по контролю за деятельностью кредитных, финансовых учреждений, инвестиционных фирм и страховых компаний и инспекторам, действующим от имени этих департаментов

Однако такое раскрытие может быть сделано только по причинам благоразумного контроля

Однако государства-члены должны предусмотреть чтобы информация, полученная в соответствии с параграфами 2 и 5 и посредством срочных проверок, упомянутых в Статье 19, никогда не могла быть раскрытой в случаях, упомянутых в этом параграфе, за исключением специального согласия компетентных органов, которые раскрыли информацию или компетентных органов государства-члена, в котором проведена срочная проверка.

Статья 21

Государства-члены должны обеспечить чтобы , принятые по отношению к инвестиционной фирме на основании законов решения, нормативные акты и административные положения, принятые в соответствии с этой Директивой подпадали под право на апелляцию в суды Подобное должно

применяться когда предполагается что заявление о разрешении было отклонено в соответствии со Статьей 3 (4)

Статья 22

Без ущерба процедурам лишения разрешения и положениям уголовного законодательства, государства-члены должны предусмотреть что их соответствующие компетентные органы могут по отношению к инвестиционным фирмам или тем, кто реально контролирует бизнес таких фирм, нарушающим законы, нормы или административные положения, касающиеся контроля или преследования их деятельности, принимать к ним или налагать на них штрафные санкции или меры определенно направленные на то, чтобы положить конец отмеченным нарушениям или причинам таких нарушений

ЗАГЛАВИЕ VII

Заключительные положения

Статья 23

1 Технические адаптации, необходимые к этой Директиве в следующих областях, должны быть приняты в соответствии с процедурой, изложенной в параграфе 2

-- расширение содержания списка Приложения или адаптация используемой в этом списке терминологии для учета развития финансовых рынков,
-- изменение суммы упомянутого в Статье 3 начального капитала для учета развития в экономической и монетарной областях,
-- области, в которых компетентные органы должны обмениваться информацией, как перечислено в Статье 18,
-- пояснение определений для обеспечения единообразного применения этой Директивы во всем Сообществе,
-- пояснение определений для учета, при применении этой Директивы, развития на финансовых рынках,
-- выверка терминологии и выработка определений в соответствии с последующими мерами к инвестиционным фирмам и связанными с этим вопросами

2 Комиссии должна оказываться помощь комитетом, состоящим из представителей государств-членов и руководимым представителем Комиссии

Представитель Комиссии должен представить комитету проект мер, которые должны быть приняты. Комитет должен изложить свое мнение по проекту в сроки, которые могут быть определены в соответствии со срочностью вопроса Мнение должно быть представлено большинством, определенном в Статье 148 (2) Договора в случае с решениями, принятие которых требуется от Совета по предложению Комиссии Голоса представителей государств-членов в комитете должны взвешиваться способом, изложенном в этой Статье Председатель не должен принимать участие в голосовании

Комиссия должна принять предложенные меры если они соответствуют мнению комитета

Если предложенные меры не соответствуют мнению комитета или если мнение не изложено, Комиссия должна без промедления передать Совету предложение относительно мер, которые необходимо принять

Если, по истечению трех месяцев с даты, определенной Совету, он не предпринял никаких действий, предложенные меры могут быть приняты Комиссией

Статья 24

1 Инвестиционные фирмы, уже имеющие разрешения на оказание инвестиционных услуг в государстве происхождения до вступления в силу положений, принятых во исполнение этой Директивы, должны рассматриваться как имеющие разрешение в результате этой Директивы при условии, что разрешение было выдано на условиях, эквивалентных тем, что изложены в Статьях 3 (2) и 4

2 Филиалы, начавшие свою деятельность, в соответствии с положениями, действующими в их принимающих государствах-членах, до вступления в силу положений, принятых во исполнение этой Директивы, должны рассматриваться как подпадающие под процедуры, предусмотренные в Статье 14 (1), (2) и (3) Они должны руководствоваться, начиная с этой даты вступления в силу, положениями Статьями 12, 14 (6), 16 и 19

3 Статья 15 не должна затрагивать права, полученные оказывающими услуги инвестиционными фирмами до вступления в силу положений, принятых во исполнение этой Директивы

Статья 25

1 Государства-члены должны ввести в силу законы, нормативные акты и административные положения, необходимые для соответствия этой Директиве до 1 января 1993 года. Они должны без промедления информировать об этом Комиссию

Положения, принятые в соответствии с первым подпараграфом, должны четко ссылаться на эту Директиву

2 Государства-члены должны сообщать Комиссии тексты основных положений национальных законов которые они приняли в области действия этой Директивы.

Статья 26

Эта Директива предназначена государствам членам Сообщества.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ УСЛУГИ, ОКАЗЫВАЕМЫЕ В РАМКАХ ЭТОЙ ДИРЕКТИВЫ

РАЗДЕЛ А

Услуги

1. Брокерские операции, то есть принятие приказов инвесторов относительно любого или всех приведенных ниже в Разделе Б инструментов и/или исполнение таких приказов на бирже или на рынке на агентской основе против выплаты комиссионных.

2 Работа в качестве доверителя, то есть покупка или продажа любого или всех приведенных ниже в Разделе Б инструментов за свой счет и на свой риск с целью получения прибыли между разницей курса покупателя и курса продавца.

3. Установление рынка, то есть поддержание рынка любого или всех приведенных ниже в Разделе Б инструментов путем проведения сделок с этими инструментами на основе обязательства осуществления двойной цены.

4 Контроль и регулирование портфеля, то есть контроль и регулирование против оплаты портфелей, составленных из любого или всех приведенных ниже в Разделе Б инструментов, предпринятые для инвесторов на иной нежели коллективная основе

5 Организация или предложение услуг по андеррайтингу что касается эмиссии приведенных ниже в пункте 1 Раздела Б инструментов и дистрибуция таких эмиссий среди публики.

6 Профессиональное консультирование инвесторов на индивидуальной основе или на основе частной подписки в связи с любым или всеми приведенными ниже в Разделе Б инструментами

7 Надежное хранение и управление любым или всеми приведенными ниже в Разделе Б инструментами иные нежели в связи менеджментом клиринговой системы

РАЗДЕЛ Б

Инструменты

1. Передаваемые ценные бумаги, включая бумаги предприятий для коллективного инвестирования в ценных бумагах.

2. Кредитные обязательства, обращающиеся на денежном рынке (включая депозитные сертификаты и еврокоммерческие бумаги).

3. Финансовые фьючерсы и опционы.

4. Инструменты обменного курса и ставки процента.

(Акты, публикация которых необязательна)

СОВЕТ

ДИРЕКТИВА СОВЕТА

от 22 марта 1988 года

вносящая дополнения в инвестиционную политику некоторых КИПЦБ, Директиву 85/611/ЕЕС по координации законов, нормативных актов и административных положений относящихся к предприятиям с коллективными инвестициями в передаваемые ценные бумаги (ПКИПЦБ)

(88/220/ЕЕС)

СОВЕТ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА,

Принимая во внимание Договор о создании Европейского Экономического Сообщества и, в частности, третье предложение его Статьи 57 (2),
Принимая во внимание предложение Комиссии (1),
В сотрудничестве с Европейским Парламентом (2),
Принимая во внимание мнение Комитета по Экономическим и Социальным вопросам (3),

Поскольку Статья 22 (1) и (2) Директивы 85/611/ЕЕС (4) лимитирует инвестирование активов ПКИПЦБ в передаваемые ценные бумаги от одного и того же эмитента до 5%, предел, который по требованию может быть увеличен до 10%;

Поскольку это ограничение создает специальные проблемы для созданных в Дании ПКИПЦБ в случаях, когда они желают инвестировать значительную часть своих активов на внутренний рынок облигаций, так как на рынке доминируют кредитные облигации, обеспеченные закладными под недвижимость, а количество учреждений, выпускающих такие облигации, очень мало;

---

(1) OJ No C 155, 21.6. 1986, стр. 4.
(2) Мнение, опубликованное в OJ No C 125, 11. 5. 1987, стр. 162 и Решение от 10 февраля 1988 года (еще не опубликованное в Официальном Журнале).
(3) OJ No C 333, 29. 12. 1986, стр. 10.
(4) OJ No L 375, 31. 12. 1985, стр. 3.

Поскольку в Дании эти кредитные облигации, обеспеченные закладными под недвижимость, подпадают под специальные правила и контроль, предназначенные защищать держателей

облигаций и рассматриваются датским законодательством как эквивалентные облигациям, выпущенным или гарантируемым государством;

Поскольку Статья 22 (3) Директивы 85/611/ЕЕС частично отменяет параграфы 1 и 2 этой Статьи в случае если облигации выпущены или гарантированы государством-членом и разрешает ПКИПЦБ инвестировать, в частности, до 35% своих активов в такие облигации;

Поскольку подобная частичная отмена, но в более ограниченном виде обоснована для облигаций частного сектора, даже при отсутствии государственной гарантии, все же предлагает специальные гарантии инвестору в виде специфических правил ее применения; поскольку необходимо поэтому расширить такую отмену на все облигации такого вида, которые удовлетворяют совместно установленным критериям, оставляя государствам-членам составление списка облигаций, которым они намерены предоставить частичную отмену и обусловливая процедуру информирования других государств-членов, идентичную той, что оговорена в Статье 20 Директивы 85/611/ЕЕС,

ПРИНЯЛ ЭТУ ДИРЕКТИВУ:

Статья 1

В Статье 22 Директивы 85/611/ЕЕС будут добавлены следующие параграфы:
"4. Государства-члены могут поднять установленный в параграфе 1 предел максимум до 25% в случае с некоторыми облигациями когда они выпускаются кредитным учреждением, имеющим зарегистрированный офис в государстве-члене, и подлежат в соответствии с законом специальному публичному контролю для защиты держателей акций. В частности суммы, полученные от выпуска этих облигаций, должны быть инвестированы, в соответствии с законом, в активы, которые на протяжении всего периода действительности облигаций способны покрывать требования, связанные с облигациями, и которые, в случае несостоятельности эмитента, могли бы использоваться на приоритетной основе для компенсации доверителю и выплаты накопленных процентов.

Когда ПКИПЦБ инвестирует более 5% своих активов в облигации, упомянутые в первом подпараграфе и выпущенные эмитентом, общая сумма этих инвестиций не может превышать 80% от суммы активов ПКИПЦБ.

Как определено в Статье 20 (1), государства-члены должны посылать Комиссии список вышеперечисленных категорий облигаций вместе с категориями эмитентов, разрешенных в соответствии с законам и соглашениями по осуществлению контроля, упомянутыми в первом подпараграфе, на выпуск облигаций отвечающих вышеизложенным критериям. К этим спискам должны прилагаться комментарии, определяющие статус предложенных гарантий. Должна применяться процедура, изложенная в Статье 20 (2).

5. Передаваемые ценные бумаги, упомянутые в параграфах 3 и 4 не должны приниматься в расчет в целях применения лимита 40% в соответствии с параграфом 2.

Лимиты, обусловленные в параграфах 1, 2, 3 и 4 не могут быть комбинированными и поэтому инвестиции в ценные бумаги, выпущенные одним и тем же органом в соответствии с параграфами 1, 2, 3 и 4 ни при каких обстоятельствах не должны превышать в целом 35% активов ПКИПЦБ."

Статья 2

Государства-члены должны принять меры для соответствия этой Директиве к тем же срокам, что и оговоренные для Директивы 85/611/ЕЕС. Они должны без промедления информировать об этом Комиссию

Статья 3

Эта Директива предназначена для государств членов Сообщества.

Сделано в Брюсселе, 22 марта 1988 года.

За Совет

Президент М. Бенгеманн

ФОНД ДЕРЖАВНОГО МАЙНА УКРАЇНИ

STATE PROPERTY FUND OF UKRAINE

01133, м Київ, вул. Кутузова, 18/9
Тел. (044) 295 1274, факс (044) 296 6984

01133, Kiev, Kutuzova str , 18/9
tel (044) 294 4254, tel./fax (044) 296 6572

10-31-6-191
29.05.2000

Генеральному директору FMI
п. Х'ю К. Паттону

01030, м.Київ,
вул.Івана Франка, буд. 34/33
2-й поверх

Щодо «Концепції розвитку ринку цінних паперів в Україні 2000»

Шановний пане Х'ю К.Паттон!

Фонд державного майна України цілком підтримує необхідність і своєчасність розробки «Концепції розвитку ринку цінних паперів в Україні 2000». Найголовнішою метою в даному процесі, на наш погляд, має стати *утворення фондового ринку, який здатний буде стимулювати піднесення ринкової вартості акцій приватизованих підприємств.*

По суті порушених питань повідомляємо, що основні проблеми, які потребують нагального вирішення, такі:

Щодо розбудови інфраструктури фондового ринку. Запровадження системи моніторингу фондового ринку.

1. Концептуальна недостатність в діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо стратегічного плану розвитку фондового ринку, який враховував би реальний та перспективний стан економіки України.

Необхідність розвитку законодавства і нормативної бази Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з регулювання ринку цінних паперів, особливо цінних паперів, щодо яких ведеться активна торгівля.

2. Відсутність гармонізації законодавчої бази для діяльності на фондовому ринку. Неузгодженість відповідних законів між собою та з Цивільним Кодексом України. Наявність багаточисленних центрів впливу на формування правового поля.

3. Формування прозорого ринку цінних паперів України. Постприватизаційний ринок цінних паперів в Україні здебільшого є позабіржовим, отже непрозорим. Розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються поза меж організованих розрахунково—кліринговых систем, а в разі придбання акцій іноземними інвесторами— в офшорних зонах за межами України. Таким чином, вторинний ринок цінних паперів має тіньовий характер та спрямований на перерозподіл функцій управління приватизованими підприємствами з метою усунення конкурентів або

348

отримання контролю над ними. Як результат — спостерігається скорочення власних коштів підприємств реального сектору економіки.

Тим самим не була досягнута мета фондового ринку — створення умов ефективного перерозподілу капіталу.

Необхідно створення такого механізму розрахунків за угодами з цінними паперами, щоб грошові розрахунки за угодами здійснювались переважно в Україні, а не за її межами.

4. На протязі сертифікатної приватизації мережа центрів сертифікатних аукціонів виконала свою роль, але не працювала в сучасному режимі функціонування світових організаційно оформлених ринків, а саме в режимі ППП («поставка проти платежу»), внаслідок чого не виникла повноцінна і розвинута інфраструктура фондового ринку. Тому в подальшому *доцільно зосередити виконання угод з цінними паперами серед безпосередніх торговців цінними паперами*, в зв'язку з чим необхідно розвивати такі інститути ринку цінних паперів, як фондові біржі та торговельно — інформаційні системи (ТІС).

Разом з тим, необхідно посилити впорядкованість ринку шляхом встановлення високих вимог до організаторів торгівлі і клірингового депозитарію щодо забезпечення дотримання правил торгівлі, звітування та захисту клієнтів.

5. З метою спрощення порядку державної реєстрації акціонерних товариств необхідно спростити процедуру випуску акцій підприємств; вдосконалити регулювання розкриття емітентами регулярної та особливої інформації про всі факти діяльності емітента, які можуть значним чином вплити на ринкову вартість його цінних паперів.

Вдосконалення процедур приватної та публічної підписки на акції акціонерних товариств.

6. Укрупнення професійних учасників фондового ринку шляхом встановлення з боку держави відповідних нормативів.

Разом з тим, необхідно скорочення коштів державного бюджету на утримання ряда елементів інфраструктури фондового ринку (Національний депозитарій, ДАК «Національна мережа аукціонних центрів»).

7. Подальший розвиток ефективної системи обліку прав власності на цінні папери, а саме — депозитарної системи і системи розрахунків та поставки цінних паперів.

Запровадження високих стандартів діяльності прямих учасників Національної депозитарної системи щодо обліку прав власності на цінні папери, впровадження сучасних фінансових та інформаційних технологій.

8. Вдосконалення законодавчої та нормативної бази діяльності депозитарних установ, забезпечення поступового знерухомлення цінних паперів, випущених у документарній формі, створення сприятливих умов для випуску цінних паперів у бездокументарній формі; зменшення вартості депозитарних послуг.

9. Подальший розвиток та вдосконалення національної методики бухгалтерського обліку у відповідності із стандартами GAPP.

Вдосконалення системи захисту прав інвесторів.

1. Підвищення стандартів ліцензування та захисту інтересів інвесторів забезпечивши при цьому, щоб лише достатньо капіталізовані кваліфіковані ринкові посередники отримували ліцензії, одночасно підвищивши

ретельність контролю за дотриманням учасниками ринку вимог ліцензування.

2. Вирішення питання щодо окремого зберігання та управління активами інвесторів та операторів фондового ринку. Необхідно законодавче вирішення питань щодо захисту прав та інтересів дрібних акціонерів при проведенні загальних зборів акціонерів та отримання інформації про акціонерні товариства, акціонерами яких вони є.

3. Питання, пов'язані із захистом прав інвесторів на емітентах, зокрема: «розмив» капіталу, свавілля менеджменту на емітентах, використання «брудних» технологій, які виникають в процесі нових емісій, винос капіталу до СП, використання лізингових схем тощо.

Захист прав «меншості» від свавілля «більшості» (комунікативне голосування; вимушений викуп акцій; право делегувати свого представника в різні органи господарського товариства тощо).

Розвиток нормативно–правової бази.

1. З метою розвитку та активізації інвестиційного процесу в Україні необхідно створення якісно нових *інститутів спільного інвестування*, а саме: корпоративних та пайових інвестиційних фондів.

Виникнення інститутів спільного інвестування було викликано появою первинних інструментів фондового ринку, а також необхідністю прискорення процесу приватизації державного майна. Тому на сьогодні структура цих інститутів обумовлена, перш за все, процесом приватизації.

В зв'язку з «грошовим» етапом приватизації виникає необхідність у новому підході до вирішення питань, пов'язаних з функціонуванням цих інститутів — приведення їх діяльності у відповідність з основними завданнями, посилення контролю за їх діяльністю, а також забезпечення їх діяльності у відповідності до світових норм і стандартів, які будуть більш зрозумілими як для вітчизняних, так і для іноземних інвесторів. Крім того, на сьогодні існує нагальна необхідність у виправленні діючої моделі та усунення недоліків організації і функціонування існуючих інститутів спільного інвестування. Для реалізації цієї мети потрібно прискорити прийняття Верховною Радою України проекту Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Це дасть можливість залучити до інвестування у цінні папери українських емітентів грошові кошти населення України. Крім того, з'явиться можливість здійснювати більш просте та дешевше, порівняно з банківським депозитом, залучення грошових коштів юридичних та фізичних осіб для задоволення потреб економіки України в інвестиційних ресурсах, а також більш ефективного їх використання. Законодавчо встановлені механізми конвертації цінних паперів, тобто обміну цінних паперів одного виду на цінні папери іншого виду інститутами спільного інвестування, дадуть можливість усунути порушення прав та інтересів інвесторів, що виникають у зв'язку з цим, а також контролювати зазначені процеси.

2. Одним з найбільш перспективних напрямків розвитку інститутів колективного інвестування є створення в Україні *недержавних пенсійних фондів*. Необхідно прискорювати підготовку законодавчих (зокрема, закону України «Про недержавні пенсійні фонди») і нормативних актів, що дозволять провести пенсійну реформу. Зазначений пакет документів є

головною складовою частиною всього комплексу реалізації пенсійної реформи в Україні.

Разом з тим, з метою реалізації означеної нормативної бази необхідно створити специфічні фінансові інструменти, які б були захищені від інфляційних процесів: деноміновані у валюті цінні папери; право на придбання цінних паперів, які емітовані за кордоном (державні і корпоративні); право на зберігання активів на валютних рахунках (валютні депозити) тощо.

3. Відсутність на законодавчому рівні будь—яких рішень, пов'язаних з розвитком інститутів довірчого управління (довірчих товариств).

4. Доопрацювання проектів законів України «Про похідні цінні папери», «Про особливості обігу векселів в Україні», «Про цінні папери та фондовий ринок» у новій редакції».

Підготовка проекту Закону України «Про господарські товариства».

5. Відсутність детально розроблених правил випуску муніципальних цінних паперів, зокрема, муніципальних облігацій (те ж саме відноситься і до випуску корпоративних облігацій).

6. На сьогодні в Україні для здійснення приватизації за кошти можна не тільки застосовувати традиційні схеми, що практикувалися на етапі сертифікатної приватизації, а й залучати такі загальновідомі в світовій практиці інструменти як депозитарні розписки, опціони, райти, ф'ючерси, варанти, конвертовані облігації тощо. Застосування зазначених деривативів мало б ряд переваг, зокрема: нівелювання сезонного коливання цін, створення умов для справедливого реального ціноутворення, сприяння розширенню потенційного кола інвесторів, в т.ч. і іноземних, оскільки адаптація законодавства України в сфері економіки та фінансів до світової системи заохочувала б до більш тісного та плідного співробітництва з підприємцями та виробниками різних країн.

Застосування таких механізмів для приватизації дозволяє одночасно випускати кілька видів цінних паперів. Крім того, запровадження таких механізмів дозволило б вирішити на місцевому (регіональному) рівні питання більш ефективної приватизації комунального майна, більша частина якого дотується з місцевих бюджетів.

З повагою,

Заступник Голови Фонду **С.Лєдомська**

Кучеренко 294-64-19