

УДК 336.761 (575.2) (04)

## СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ГОСУДАРСТВЕННОГО НАДЗОРА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

*У.Т. Абдынасыров* – канд. экон. наук

---

In clause the basic problems of maintenance of effective supervision in the securities market of Kyrgyz Republic are investigated, and also the various directions and methods of perfection of state policy in the given sphere are offered.

Важнейшим условием существования фондового рынка является доверие инвесторов, соблюдение их прав и законных интересов. С этой целью государство должно обеспечить эффективный надзор за исполнением требований законодательства институтами рынка ценных бумаг. Совершенствование методов надзора может происходить по двум направлениям – процедурном и надзорном. На первом необходимо совершенствование механизмов юридической подготовки документов как при регистрации эмиссии, так и выдачи соответствующих разрешений на профессиональную деятельность. На втором следует развивать методы контроля правильного и единообразного исполнения участниками рыночных взаимоотношений законодательства, путем проверки деятельности эмитентов и лицензированных профессиональных участников, а также работа с жалобами и заявлениями населения и т.д.

Эффективная система надзора на рынке ценных бумаг решает задачи:

- своевременного получения полной и достоверной информации об эмитентах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг, институтах коллективного инвестирования, оперативного выявления случаев нарушения указанными лицами прав и законных интересов инвесторов;
- проведения всестороннего, полного, объективного и своевременного выяснения причин,

условий и обстоятельств, связанных с нарушением прав и законных интересов инвесторов;

- применения адекватных и своевременных действий в целях защиты нарушенных прав инвесторов и акционеров, в том числе наложения административных санкций на лиц, совершивших правонарушения, и обеспечения их надлежащего исполнения.

Надзорные мероприятия осуществляются на основе следующих принципов: 1) единства нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка; 2) равных возможностей и конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников; 3) равенства участников рынка перед регулятивными органами; 4) сочетания функционального и институционального методов организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка; 5) приоритета в защите мелких инвесторов, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка; 6) максимального снижения и разделения рисков; 7) предотвращения конфликтов интересов при совмещении видов профессиональной деятельности.

Для защиты прав фондовых инвесторов применяются методы функционального либо институционального государственного регулирования. Принцип функционального регулирования состоит в четком разделении полномочий между разными органами управления в зависи-

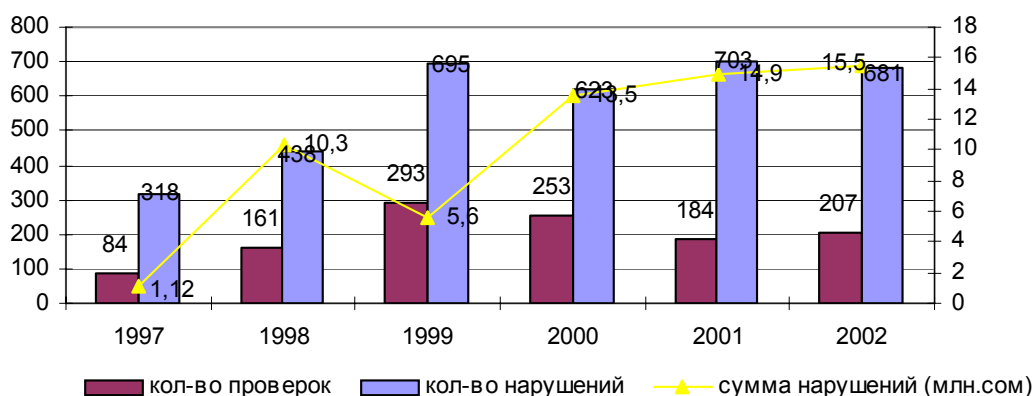
мости от отношений, которые они регулируют. При институциональном регулировании компетенция государственных органов определяется по видам организаций (например, профессиональные участники рынка ценных бумаг, страховые организации), даже если они и осуществляют одинаковые виды деятельности или участвуют в одинаковых отношениях [1].

При функциональном подходе компетенция государственных органов определяется по виду отношений независимо от вида организации, которые в них участвуют и устанавливаются жесткие правила совершения определенных операций. Поскольку в большинстве случаев на рынке ценных бумаг основной акцент делается на то, как профессиональные участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние профессиональных участников, именно методы функционального регулирования составляют основу государственного регулирования. Этим обуславливается необходимость принятия детальных стандартов профессиональной деятельности.

Методы институционального регулирования связаны с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов, качеством управления ими и направлены на предупреждение финансовой несостоятельности объектов регулирования (например, установление требований к размеру собственных средств участников, регулирование структуры активов и пассивов, ограничение или запрещение участия в рискованных операциях и др.). Институциональное регулирование является основой регулирования банковской дея-

тельности, но также широко применяется и на рынке ценных бумаг в тех случаях, когда специфика конкретных видов профессиональной деятельности делает необходимым контроль за финансовым положением участников для защиты интересов инвесторов и других субъектов рынка (например, депозитарная и расчетно-клиринговая деятельность).

Таким образом, недостатки институционального регулирования очевидны. Реализация этого принципа создает основу для дублирования функций государственного регулирования различными органами. Этот принцип не позволяет добиться единства государственного регулирования одних и тех же отношений с участием разных видов организаций, а также одинакового уровня надзора за ними. При институциональном регулировании одни и те же отношения в силу различных представлений разных государственных органов без должных причин регулируются по-разному. Результатом этого являются “двойные стандарты” для субъектов, участвующих в одних и тех же отношениях, что создает неоправданные преимущества отдельным из них. Кроме того, это снижает эффективность государственного контроля, поскольку ни один из государственных органов не может вполне отвечать за свою сферу регулирования, так как недостатки в ней зависят не только от эффективности его деятельности, но и эффективности деятельности иных органов. Именно эта ситуация еще раз подтверждает и обосновывает необходимость создания единого регулятора для обеспечения эффективного регулирования.



Общее количество проверок, выявленных нарушений и их суммы с 1997 по 2002 гг.

Анализ выявленных правонарушений на отечественном рынке ценных бумаг позволяет сделать вывод о том, что в разные периоды времени органы надзора концентрировали усилия на наиболее важных, в обеспечении защиты прав инвесторов, направлениях [2].

Наиболее грубыми нарушениями законодательства в республике являются факты не распределения акций среди членов трудового коллектива, порядка начисления и выплаты дивидендов, проведения общих собраний акционеров, не предоставления информации инвесторам и не включение акционеров в реестры, либо необоснованное их исключение. Выявлены факты нарушений в части ведения реестров владельцев ценных бумаг, прежде всего, утрата реестра или незаконное изменение записей в реестре, что привело к серьезным негативным последствиям для инвесторов. По таким случаям материалы проверок должны быть переданы в соответствующие правоохранительные органы.

Другими наиболее серьезными нарушениями на рынке ценных бумаг, связанными с торговыми операциями, являются:

- манипулирование ценами;
- использование инсайдерской информации;
- нарушения правил маржинальной торговли;
- незаконное использование клиентских денег в собственных целях;
- сокрытие фактов аффилированности с другими организациями;
- предоставление недостоверной информации в отчетных документах.

Однако подобного рода нарушения относятся к категории “новых видов нарушений”, которые в большей степени характерны для стран с развитыми фондовыми рынками и поэтому требуют мобилизации административного и интеллектуального потенциала государственного регулятора для выработки правовых механизмов противодействия.

Защита прав инвесторов должна совершенствоваться по следующим направлениям: а) развитие и совершенствование нормативной правовой базы рынка ценных бумаг; б) повышение информационной прозрачности рынка и его открытости; в) повышение эффективности судебной системы как части правовой реформы; г) совершенствование системы профилак-

тики нарушений на фондовом рынке с учетом использования механизмов саморегулируемых организаций; д) усиление контроля со стороны государства за деятельностью и финансовой отчетностью профессиональных участников на основе введения института уполномоченных аудиторских организаций; е) повышение роли государства в преодолении кризисных ситуаций на рынке ценных бумаг; ж) поддержка государством добровольного страхования рисков профессиональными участниками рынка ценных бумаг; з) защита прав эмитентов и инвесторов.

При этом целями защиты являются: создание надежных механизмов снижения рисков операций с ценными бумагами; развитие финансовых инструментов инвестирования средств инвесторов; содействие формированию эффективной модели корпоративного управления приватизированными предприятиями; предотвращение социальных взрывов и конфликтов путем защиты прав участников рынка ценных бумаг, и в первую очередь прав инвесторов; борьба с суррогатами ценных бумаг и с мошенничеством, пресечение незаконной деятельности на рынке ценных бумаг. Указанные цели должны реализовываться через единый комплекс мер, скоординированных между государственными органами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг. При этом приоритетом должно быть обеспечение добровольного вложения временно свободных денежных средств инвесторами в инструменты рынка ценных бумаг, а главной практической целью государственного регулирования является обеспечение доверия инвесторов к рынку.

Основным инструментом воздействия на нарушителей законодательства Кыргызской Республики по ценным бумагам, который имеется у государственного регулятора, является наложение административных штрафов на должностных лиц акционерных обществ и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Тем не менее, в рамках действующего законодательства существует целый ряд препятствий для проведения эффективного контроля в интересах инвесторов и акционеров. Во-первых, одной из типичных проблем контроля в рамках правового поля Закона Кыргызской

Республики “О рынке ценных бумаг” является ограниченность возможностей регулирующего органа, поскольку основные правонарушения (в частности нарушения прав акционеров) имеют место, когда акции эмитента уже находятся в обращении. Во-вторых, существующая нормативно-правовая база, предусматривающая ответственность участников рынка ценных бумаг, пока еще “фрагментарна” и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов.

Реальные возможности правоприменения государственного надзора явно недостаточны по сравнению с теми функциями, которые определены законодательством и поэтому требуются дополнительные полномочия, к которым можно было бы отнести такие права, как:

- безусловный доступ и получение необходимых материалов в поднадзорных организациях, включая и информацию косвенно связанных с выпуском и обращением ценных бумаг, защитой прав акционеров;
- применение мер, направленных на предотвращение банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- введение в организацию профессионального участника рынка ценных бумаг временной администрации;
- проведение расследований фактов нарушений законодательства, как манипулирование ценами и использование инсайдерской информации.

Успешная борьба с данными нарушениями возможна только при адекватной административной и уголовной ответственности в законодательстве.

Несмотря на значительный объем законодательных актов, регулирующих фондовый рынок, некоторые вопросы практически не урегулированы. Это затрудняет применение существующих законодательных актов и подтверждает необходимость дальнейших усилий по укреплению институциональной и правовой основы регулирования рынка ценных бумаг. К числу таких относятся: 1) регулирование рынка срочных инструментов, базисным активом которых являются ценные бумаги; 2) регулирование выпуска и обращения складских свидетельств, ипотечных и иных ценных бумаг; 3) регулирование ликвидации (банкротства) профессиональных участников рынка

ценных бумаг; 4) совершение сделок с использованием служебной информации; 5) манипулирование ценами на рынке ценных бумаг; 6) совершение сделок между аффилированными лицами; 7) интернет-трейдинг и др.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны принимать меры по противодействию отмыванию доходов, полученных преступным путем. Для этого требуется установить их ответственность за соблюдение правил внутреннего контроля по выявлению любых операций, прямо или косвенно связанных с отмыванием преступных доходов, а также назначать специальных должностных лиц, ответственных за соблюдение таких правил. Они также должны выявлять операции с денежными средствами и иным имуществом, удовлетворяющих специальным критериям противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем.

Государственного регулятора следует наделить полномочием аннулирования лицензии профессионального участника в случае нарушения специальных требований противодействию легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем. Для этого также должен быть принят специальный закон, который бы позволил существенно повысить эффективность борьбы государства с легализацией преступных доходов, что в целом способствовало бы повышению доверия потенциальных инвесторов к финансовому рынку. Данный вопрос представляется перспективным и работа над данной проблемой должна стать составной частью надзора.

Несмотря на существующие полномочия регулятора и правовую основу регулирования рынка ценных бумаг, инвесторы зачастую не могут получить эффективной защиты в случае противоправных посягательств на их права и законные интересы, а государственный надзор не имеет необходимой материально-технической и организационной основы, чтобы обеспечить надлежащее исполнение положений существующих законов. Для этого следует принять специальный Закон Кыргызской Республики “О защите прав и законных интересов инвесторов”, где будут предусмотрены полномочия регулятора для обеспечения эффективной защиты прав инвесторов.

В практике стран с развитыми фондовыми рынками наиболее серьезными видами нарушений является торговля с использованием инсайдерской информации и манипулирование ценами. В настоящий момент работа, проводимая государственным регулятором по выявлению и противодействию противозаконной торговле на рынке ценных бумаг с использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами, находится явно на недостаточном уровне. Законом Кыргызской Республики “О рынке ценных бумаг” установлен запрет манипулирования ценами, а также требования к использованию служебной информации. Инсайдерская торговля способна нанести существенный ущерб акционерам и повлечь за собой значительные негативные последствия для финансового состояния общества и его деловой репутации, а также нанести вред финансовому рынку в целом. Манипулирование ценами исключает справедливость ценообразования на обращающиеся финансовые инструменты, вводит в заблуждение инвесторов относительно реального рыночного спроса и предложения, что приводит к неправильным решениям инвесторов и, как следствие, к потере инвестиций.

Вред от подобного рода нарушений заключается в нарушении принципа равного поля и права равной возможности в получении оперативной, ключевой информации при принятии решения о сделке участников рынка. Государственный регулятор подобную информацию сегодня получает различными способами, которые включают: получение отчетности, раскрытие информации, проведение проверок, рассмотрение дел об административных правонарушениях на рынке, рассмотрение жалоб и заявлений граждан и юридических лиц, анализ публикаций в средствах массовой информации. Однако данные способы неэффективны для выявления правонарушений с использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами, поскольку такую информацию получают уже после того, как событие произошло.

Важнейшим условием выявления случаев использования инсайдерской информации является создание системы мониторинга на рынке ценных бумаг, которая может предостав-

лять регулятору возможность доступа к торгам ценными бумагами в режиме реального времени. Указанная система должна позволять отслеживать не только параметры торговли ценными бумагами (котировки ценных бумаг и объемы сделок) на организованном рынке, но и весь объем финансовой информации из различных источников (СМИ, информационные агентства, информация иных государственных органов).

Инсайдерская торговля и манипулирование ценами настолько взаимосвязаны в рыночной практике, что их невозможно достаточно четко разделить. Тем более, отсутствуют законодательно закрепленные признаки манипулирования ценами, что фактически делают невозможным установление таких фактов. Поэтому необходимо принять меры по законодательному закреплению признаков манипулирования ценами на рынке ценных бумаг, а также полномочий государственного регулятора по проведению проверок таких фактов.

Для противодействия инсайдерской торговле следует разработать специальные дополнения в законодательстве. Содержание положений должно включать отражение следующих основных моментов. Должно быть дано определение понятию инсайдерской информации и установлен перечень ценных бумаг и иных финансовых инструментов, где может использоваться этот противоправный механизм, а также круг лиц, располагающих инсайдерской информацией (инсайдеров) или имеющих прямо, косвенно доступ к привилегированной информации эмитента. Отражены формы ограничений на использование инсайдерской информации, а также требования о раскрытии такой информации. Детально расписаны полномочия уполномоченного органа исполнительной власти по выявлению и предотвращению правонарушений, а также механизм реализации. Установлены меры ответственности, в том числе уголовную, за использование инсайдерской информации, соответствующие степени причиненного вреда.

В основу определения основных признаков манипулирования ценами следует положить следующие критерии:

➤ одновременное либо последовательное выставление заявок, приводящее к наличию в

торговой системе двух или более заявок противоположной направленности, инициированных одним и тем же лицом, в которых цена покупки ценной бумаги выше либо равна цене продажи такой же ценной бумаги (с учетом комиссии биржи в случае совершения сделок по указанным заявкам);

➤ совершение двумя или более участниками торгов в собственных интересах либо интересах клиентов двух или более взаимных сделок, т.е. сделок, в которых каждый из участников торгов в течение небольшого промежутка времени при неизменной конъюнктуре рынка выступает и в роли покупателя, и в роли продавца одной и той же ценной бумаги. При этом данные сделки не имеют экономического смысла для одного из участников торгов (либо его клиента) или для обоих участников торгов (либо их клиента);

➤ неоднократное выставление участником торгов в собственных интересах либо в интересах клиента заявок, имеющих наибольшую цену по покупке либо наименьшую цену по продаже, в результате которых заключаются сделки, приводящие к существенному увеличению или снижению цены ценной бумаги.

В конечном итоге, государственный регулятор должен учитывать опыт других стран с формирующимися рынками, где распространено использование оффшорных фирм в целях манипулирования ценами или легализации (отмывания) доходов, полученных преступным путем.

В настоящий момент законодательство не предоставляет органам государственного надзора необходимых полномочий для эффективной профилактики случаев несостоятельности и банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг и обеспечения надлежащей защиты прав инвесторов в этой связи. Поэтому целесообразно предоставление специальных прав государственному регулятору по отстранению руководителей от должности в организациях, где усматриваются признаки несостоятельности, и введения временной администрации, а также возможности вынесения решений о приостановлении операций (блокировании банковских счетов, счетов депо, лицевых счетов в реестре владельцев ценных бумаг) профессионального участника на опреде-

ленный срок для оперативной проверки указанных фактов, свидетельствующих о возможности банкротства профессионального участника рынка ценных бумаг.

Законодательство не предусматривает мер административной или уголовной ответственности за целый ряд таких нарушений, как манипулирование ценами на рынке ценных бумаг; совершение действий в собственных интересах при наличии конфликта интересов профессионального участника и интересов клиента; незаконное использование средств клиентов; нарушение правил маржинальной торговли; нарушение правил определения стоимости чистых активов инвестиционных фондов; нарушение правил выплаты компенсаций при погашении инвестиционных паев и др.

Совершение указанных нарушений, как уже отмечалось, не влечет применения мер административной или уголовной ответственности, а классифицируется как нарушение лицензионных требований и может повлечь только приостановление действия или аннулирование лицензии. Однако применение указанных санкций не всегда является оптимальным способом воздействия на профессионального участника рынка ценных бумаг или институт коллективного инвестирования, поскольку в этом случае страдают интересы инвесторов.

Поэтому требуется внести соответствующие дополнения в Кодекс Кыргызской Республики об административной ответственности за нарушение порядка учета и предоставления раскрываемой информации об аффилированных лицах. С учетом тяжести правонарушения, связанного с незаконным использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами на рынке ценных бумаг, необходимо также установить соответствующую административную и уголовную ответственность.

#### Литература

1. Доклад Федеральной службы по финансовым рынкам “О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации”: Материалы заседания правительства Российской Федерации от 25.11.2004. – С. 48.
2. См.: *Абдынасыров У.Т.* Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования – Бишкек: Акыл, 2002. – С. 172–186.