



**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА
INSTITUTE FOR THE
ECONOMY IN TRANSITION**

Отчет по гранту US AID

Тема 17.

**Проблемы регулирования
рынка корпоративных ценных бумаг**

Основные исполнители:

д.э.н., зам. руководителя научного направления А.Д.Радыгин,

академик Р.М.Энтов (консультант),

к.э.н., ведущий научный сотрудник Н.А.Шмелева

Москва - март 1999 г.

Содержание

Введение

Глава 1. Основные этапы и особенности развития российского рынка корпоративных ценных бумаг

1.1. Некоторые общие тенденции развития и регулирования рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой

1.2. Этапы развития рынка в 90-е гг.

1.3. Принципы и направления формирования правовой системы регулирования рынка

Глава 2. Система государственного регулирования рынка корпоративных ценных бумаг в России: основные компоненты и современные проблемы

2.1. Общие цели и подходы к организации системы государственного регулирования

2.2. Иерархия органов регулирования рынка

2.3. Проблемы обеспечения прозрачности рынка.

2.4. Инфорсмент и проблемы надзора

Глава 3. Развитие инфраструктуры рынка и профессиональные участники рынка как объекты государственного регулирования

3.1. Брокерская и дилерская деятельность

3.2. Организаторы торговли

3.3. Депозитарии, кастоди и расчетно-клиринговая деятельность

3.4. Регистраторы

Заключение

Источники

Приложения 1-2

Введение

Настоящая работа - “Проблемы регулирования рынка корпоративных ценных бумаг” - подготовлена в рамках исследовательской программы Института экономики переходного периода, которая осуществлялась в октябре 1998 - марте 1999 гг. при поддержке US AID.

Основными исполнителями по данной теме являются указанные выше сотрудники ИЭПП. Следует отметить при этом значительную помощь, оказанную при проведении исследований американскими коллегами из консультационной компании “Horst, Frisch, Clowery & Finan Incorporated”.

Основной целью настоящей работы является выявление основных “критических зон” перспективного развития рынка с точки зрения задач государственного регулирования, на этой основе разработка некоторых рекомендаций и нормативно-правовых поправок в законодательство. Необходимо заметить, что целый ряд принципиальных для развития рынка ценных бумаг вопросов исследуется отдельно в рамках тем 19, 20 и 26, однако полученные в рамках указанных тем выводы служат также основой для рекомендаций по данной теме.

В первой главе рассматриваются этапы и особенности развития рынка корпоративных ценных бумаг в 90-е гг. (прежде всего долевые эмиссионные ценные бумаги приватизированных предприятий). Отдельный параграф главы посвящен некоторым общим тенденциям развития и регулирования рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой.

Вторая глава анализирует систему регулирования рынка корпоративных ценных бумаг в России (институты, уровни, проблема координации регулирования), проблемы полномочий органов государственной власти, информента и соответствующего изменения законодательства

В третьей главе рассматривается инфраструктура рынка и профессиональные участники рынка в контексте оценки существующих механизмов государственного регулирования и разработки концепции среднесрочных мер в области государственного регулирования.

В приложении приведены правовые рекомендации (поправки к закону «О рынке ценных бумаг»), использование норм которых, с точки зрения авторов

исследования, могло бы стать важным фактором дальнейшего позитивного развития рынка ценных бумаг в России.

Необходимо отметить, что другой проект - проект закона "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" - был внесен в Государственную Думу Правительством РФ и группой депутатов Государственной Думы и принят 5 марта 1999 г., № 46-ФЗ. Соответственно, в связи с официальным принятием данного закона предварительная версия проекта закона, которая отражает целый ряд выводов исследователей ИЭПП, не прилагается (хотя это предполагалось ранее).

Вместе с тем принятая официальная версия¹ (достаточно близкая к упомянутому проекту), во-первых, является важной правовой иллюстрацией выводов и рекомендаций ИЭПП, во-вторых, нуждается в дальнейшей оценке и комментариях, в том числе со стороны американских партнеров ИЭПП в рамках второго и третьего этапов данного проекта.

Практическое использование результатов проекта может быть связано с разработкой рекомендаций по концептуальным направлениям развития и подготовке проектов новых нормативно-правовых актов государственного регулирования рынка.

Потенциальными пользователями результатов проекта могут быть, в частности, Правительство РФ, Главное государственно-правовое управление Администрации Президента РФ, Государственная Дума Федерального Собрания РФ, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг.

Необходимо отметить, что на данном этапе проведены преимущественно предварительные работы, связанные с оценкой эволюции российского рынка корпоративных ценных бумаг и выявлением базовых проблем и рекомендаций. Предварительные рекомендации представлены ниже. В то же время в рамках работ по второму и третьему этапам исследований предполагается (1) проанализировать влияние финансового кризиса на состояние рынка в 1999 г. и на этой основе расширить и детализировать предлагаемые рекомендации (в контексте защиты прав инвесторов); (2) дополнить набор мер нормативно-правового характера. В частности, в рамках последующих этапов

¹ См.: "Собрание законодательства РФ", 08.03.99, N 10, ст. 1163; "Российская газета", N 46, 11.03.99.

предполагается расширить правовые рекомендации ИЭПП с учетом следующих проектов документов:

- Федеральный закон "О внесении дополнений в Уголовный кодекс Российской Федерации в части ответственности за новые виды правонарушений на фондовом рынке";

- Федеральный закон "О внесении изменений и дополнений в Кодекс РСФСР об административных правонарушениях";

- Федеральный закон "О внесении изменений и дополнений в Гражданский процессуальный кодекс РСФСР";

- Федеральный закон "О внесении изменений и дополнений в Уголовно-процессуальный кодекс РСФСР".

Глава 1. Основные этапы и особенности развития российского рынка корпоративных ценных бумаг в 90-е гг.

1.1. Некоторые общие тенденции развития и регулирования рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой

Специфической проблемой для многих стран с переходной экономикой является влияние формирующейся структуры владения акциями и борьбы за контроль (см. тему 20) на развитие фондового рынка. В России, например, имеющаяся пока “промежуточная” структура владения акциями прямо влияет на развитие фондового рынка, обостряя многочисленные проблемы:

- необходимость дальнейшего развития инфраструктуры рынка, которая - несмотря на достигнутый прогресс - стала тормозом его развития;
- проблемы защиты прав акционеров;
- недостаточная прозрачность рынка (по эмитентам и по сделкам);
- медленный переход на международные нормы бухгалтерского учета;
- крайне медленная продажа земельных участков приватизируемых предприятий как тормоз развития и рынка ценных бумаг;
- абсолютное доминирование внебиржевого рынка;
- тормоз для развития ликвидности рынка;
- минимальный прогресс в сфере новых эмиссий акций;
- низкие цены на акции большинства приватизированных предприятий (при наличии рынка) в силу конкуренции рынка государственных бумаг и “спонтанного” сброса государственных пакетов акций.

В этой связи следует также заметить, что применительно к условиям неликвидного развивающегося рынка проблема выбора между механизмом “голоса” и механизмом “выхода” утрачивает характер дихотомии (Hirschman, 1970, pp.15-54), и становится по сути безальтернативной: если нельзя продать свои акции, то возникает необходимость повышения роли механизма “голоса”. Одним из возможных путей реализации этого механизма в переходной экономике является самодостаточная модель корпоративного управления (Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997).

На наш взгляд, многие указанные проблемы носят объективный и относительно длительный характер. Это связано прежде всего с тем, что на многих предприятиях процесс борьбы за контроль еще не завершен со всеми вытекающими последствиями для фондового рынка.

В Чехии одной из характерных черт рынка корпоративных ценных бумаг (помимо доминирования биржевой торговли и вторичного рынка на основе прямых сделок “продавец-покупатель”) в середине 90-х гг. стало резкое падение цен и объемов торговли конкретными акциями после консолидации контрольного пакета. Если в 1995 г. на рынке присутствовало около 1700 ценных бумаг, то в 1997 г., по оценкам, их осталось в 10 раз меньше.

Конечно, это не только “чешское” явление. По такому принципу функционировал в пост-приватизационный период и большой сегмент российского рынка корпоративных ценных бумаг. Более того, экономистами ряда стран обсуждается дискуссионная концепция “гибели фондового рынка” в переходных экономиках после завершения борьбы за контроль в АО.

На наш взгляд, прослеживается прямая связь между методами первичной продажи акций (при приватизации) и ликвидностью рынка этих акций. Так, в Польше наиболее ликвидны те акции приватизируемых предприятий, контрольные пакеты которых размещались в ходе “капитальной” приватизации 1990-1996 гг. методом открытой продажи (“initial public offering”) и (что крайне важно) не стали объектом скупки инсайдеров (как в Армении и Литве). Эти акции сразу вошли в листинг Варшавской фондовой биржи. Другой вопрос, что таким способом - как и в ряде других стран - удалось разместить мизерное число ценных бумаг (в Польше - 28 специально отобранных предприятий). Если же в ходе приватизации доминировала модель инсайдеров, то активность организованного рынка невысока (преобладает “черный” вторичный рынок, часто внутри самого предприятия).

В Венгрии проблема ликвидности имела свои специфические аспекты, связанные с доминированием в АО иностранных инвесторов. Дело в том, что для венгерского рынка характерны значительные колебания ликвидности, прямо зависимые от “циклов” иностранных инвестиций. Хотя Будапештская фондовая биржа (1990 г.) является “пионером” в Восточной и Центральной Европе, отсутствие адекватной ликвидности является главным тормозом ее успешного

развития. Аналогичная картина (циклы иностранных инвестиций) наблюдается и в России.

Крайне низкая ликвидность была характерна и для эстонского рынка ценных бумаг. Хотя формально применялась венгерская модель (поэтому в ряде случаев может иметь место “иностраный цикл”), главной причиной низкой ликвидности является фактическое доминирование менеджеров в корпоративном контроле.

В Казахстане, несмотря на относительно большой объем продаж в рамках МП, рынок в середине 90-х гг. был не только неликвиден, но и отсутствовал вовсе. Причиной этого было отсутствие инфраструктуры, обеспечивающей четкость в регистрации прав на акции. Ранее это должно было делать министерство финансов, а во второй половине 90-х гг. - Национальная комиссия по ценным бумагам. В то же время, по законодательству Казахстана, вторичная торговля акциями АО запрещена, если не налажено ведение его реестра. Эта ситуация не только выглядит несколько искусственной (ибо решение относительно просто), но и тормозит процесс концентрации собственности в целом и окончательно губит институт инвестиционных фондов.

Одной из главных проблем развития рынка в Украине также было отсутствие законодательного обеспечения регистрации ценных бумаг (по состоянию на конец 1995 г.). Регистрационный процесс происходил спонтанно, осуществлялся самими эмитентами, независимых регистраторов не было.

Можно сделать также вывод о том, что формирование чисто инсайдерской модели корпоративного управления (причем в его “распыленном” варианте - при большом числе мелких держателей) негативно влияет на уровень капитализации рынка. В Хорватии в 1997 г. более 40 % всех выпущенных акций принадлежало мелким акционерам-инсайдерам, которых насчитывалось около 600 000. Именно эти (и только эти) акции регулярно торговались на Загребской фондовой бирже и на внебиржевом рынке и «задавали» капитализацию (точнее, тормозили ее потенциальный рост). Зеркальным отражением проблемы является отсутствие на рынке институциональных инвесторов (государственные фонды не в счет).

На уровень капитализации влияют и традиционные для переходных экономик риски. Помимо общего для переходной экономики фактора

(невозможность оценить риск вложений без полноценной рыночной среды), имеют значение любые слухи, связанные с национальным риском. Так, в Венгрии прямое влияние на состояние рынка оказали слухи (март 1995 г.) о включении Венгрии в секретный меморандум МВФ о потенциальных “последователях” мексиканского кризиса, а также критика присвоенного Венгрии кредитного рейтинга S&P (BB+).

Слабость рынка ценных бумаг прямо связана и с разработанностью в корпоративном законодательстве вопросов раскрытия информации и прозрачности эмитентов. В Армении, например, были сорваны свыше 70 аукционов по продаже лотов акций приватизируемых предприятий, когда неожиданно (!) выяснилось, что за этими предприятиями числятся значительные долги. Неслучайно в Польше в преддверии “тройных” продаж 1997 г. в Торговый кодекс были внесены специальные поправки, повышающие уровень прозрачности эмитентов.

Требования к прозрачности АО-эмитента (вернее, их отсутствие) не только ослабляют развитие рынка, но и способствуют формированию инсайдерских моделей корпоративного контроля. Так, в Хорватии открытые торги на Загребской фондовой бирже стали по сути дополнением к выкупу акций инсайдерами, что было связано с полным отсутствием каких-либо требований к раскрытию информации эмитентами перед продажами.

В большинстве стран существует тенденция к созданию единого органа по регулированию рынка ценных бумаг. В некоторых случаях специально для учреждения Комиссии по ценным бумагам принимается новый закон по ценным бумагам. Как правило, осознание такой необходимости приходит только на стадии завершения более или менее масштабной приватизационной программы, когда имеет смысл говорить о появлении объекта регулирования - рынка корпоративных ценных бумаг. В большинстве случаев Комиссия по ценным бумагам является независимым органом регулирования.

Более того, в некоторых случаях помимо стандартных функций (разработка правил и стандартов, контроль, лицензирование) Комиссия по ценным бумагам наделяется и антимонопольными функциями (Рубцов, 1996, с.246-247). Так, например, в Польше приобретение 5 % акций одного эмитента должно сопровождаться уведомлением Комиссии. Акционеры, имеющие 10 и

более % голосующих акций, также должны уведомить Комиссию в случае покупки или продажи пакетов, составляющих свыше 2 % голосующих акций. Также требуется предварительное уведомление Комиссии и в случае намерения приобрести пакеты в 25, 33 и 50 % голосующих акций. Комиссия вправе запретить такие сделки, если они противоречат антимонопольному законодательству. Это является дополнительным свидетельством централизации функций регулирования на рынке ценных бумаг.

Большое значение имеет наделение Комиссии правом обращения в суды. Так, в Венгрии Государственная инспекция по ценным бумагам (с 1990 г.) может выступать истцом при нарушении законодательства и инициировать судебное разбирательство против эмитента или брокера при нарушении ими условий эмиссии, против инсайдера, использовавшего внутреннюю информацию для обогащения. Это принципиально важно для защиты прав акционеров.

В практике некоторых стран имеет место противоречие корпоративного законодательства и законодательства о регулировании рынка ценных бумаг. Речь идет о попытках симбиоза германской (континентальной) модели регулирования АО и американского подхода к защите прав инвесторов (функции Комиссии по ценным бумагам). Часто такой эклектичный подход реальную защиту прав акционеров оставляет за пределами действующих правовых норм и институтов.

Так, например, в правовой системе Македонии с 1996 г. действует Торговый кодекс по континентальному праву, тогда как защита прав инвесторов отнесена к сфере действия закона о выпуске и торговле ценными бумагами (в декабре 1996 г. - в проекте). Одним из практических следствий такого конфликта является дискриминация мелких акционеров. В Венгрии закон о хозяйственных обществах 1988 г. разработан в традициях континентального права, а закон об открытой эмиссии ценных бумаг и фондовой бирже 1990 г. - в духе англосаксонских правовых норм.

На уровне гипотезы можно предположить, что на формирование той или иной торговой инфраструктуры рынка (ее реальной роли) влияет уровень концентрации собственности. Так, в Чехии биржевая торговля (Пражская биржа) абсолютно доминировала (по отношению к электронной "системе РМ" и прочей внебиржевой торговле) в середине 90-х гг. Одной из причин, возможно, является тот факт, что собственность высококонцентрирована и стадия борьбы за

контроль не стала заметным явлением. В России же, напротив, одной из причин абсолютного доминирования внебиржевой торговли корпоративными ценными бумагами является относительно длительная и ожесточенная борьба за контроль (в том числе через концентрацию собственности). Это предполагает минимальную прозрачность и максимальную конфиденциальность сделок, что малореалистично на цивилизованно работающей бирже.

Большое значение для последующего активного развития рынка ценных бумаг имело создание на “приватизационной” стадии той или иной системы инвестиционных институтов (посредников), причем независимо от их современного состояния. В тех странах, где было принято решение о создании и поддержке такой системы, функционирование инвестиционных институтов стимулировало развитие рынка даже таким способом, как обмен пакетами акций предприятий между инвестиционными фондами для консолидации контроля. Возможно, единственным исключением в середине 90-х гг. являлся Казахстан, где рынок отсутствовал, несмотря на исключительную законодательную поддержку фондов.

В настоящее время общей тенденцией для многих стран, которые использовали этот механизм, является пересмотр законодательства об инвестиционных фондах. В зависимости от национальной специфики этот пересмотр происходит по трем основным направлениям:

- определение путей трансформации приватизационных инвестиционных фондов в классические типы фондов или в холдинговые компании (Россия, Молдавия, Болгария);

- попытка решения проблем, связанных с местом инвестиционных фондов в системе управления АО, в т.ч. в рамках общих проблем роли крупных аутсайдеров (страны с концентрированной собственностью);

- решение конфликтов интересов, связанных с учредителями и акционерами фондов (Чехия).

Важное значение для формирования модели регулирования рынка и активности рынка имеет соотношение его сегментов. Например, в Венгрии, по оценкам, доминирование на рынке ценных бумаг государственных ценных бумаг создавала эффект “навеса”, который препятствует доступу на рынок

промышленных компаний. Аналогичная картина была характерна для некоторых других стран (Албания, Россия).

Если рассматривать рынок ценных бумаг как “рынок корпоративного контроля” (т.е. публичный и детально регулируемый законодательно рынок “враждебных поглощений”), то ни в одной из стран с переходной экономикой это явление не получило широкого распространения. Определенными спонтанными суррогатами такого рынка могут быть массовые процессы скупки акций приватизированных предприятий в ходе борьбы за контроль (в т.ч. между инсайдерами и аутсайдерами). В каком-то смысле в качестве специфических (для переходной экономики) разновидностей “враждебных поглощений” можно рассматривать сделки между институциональными инвесторами по обмену принадлежащих им пакетов акций различных АО в целях консолидации собственности, а также пролоббированные заинтересованными субъектами государственные акты о передаче крупных пакетов акций (предприятий целиком) от одного АО (холдинга) к другому (здесь очевиден широкий диапазон возможных ситуаций и методов).

1.2. Этапы развития рынка в 90-е гг.

Для российского рынка ценных бумаг (РЦБ), который весьма бурно и динамично развивается с начала 1991 года и особенно с конца 1993 года, неизбежными являются естественные болезни роста. Вместе с тем существует и значительный потенциал его дальнейшего развития. В основе этого потенциала лежат такие факторы, как большое число созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ, значительное число перспективных предприятий, акции которых пока явно недооценены, 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 РЦБ связаны с разумной политикой финансирования дефицита федерального бюджета посредством выпуска различных типов государственных ценных бумаг.

Ключевой задачей, которую должен выполнять РЦБ, является прежде всего обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных

ресурсов, максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций на российские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

Пока эта основополагающая функция рынка корпоративных ценных бумаг - аккумуляция средств инвесторов и обеспечение предприятиям доступа к капиталам на цели инвестирования - работает слабо. В значительной степени рынок обслуживал процесс приватизации и процесс перераспределения собственности после приватизации (см. темы 19 и 20), а также венчурные спекулятивные вложения в ценные бумаги.

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

- макроэкономическая;
- содействие в формировании условий для экономического роста;
- 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.

Рынок ценных бумаг в России начал свое формирование в первой половине 1991 г. после принятия известного Постановления Совета министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. "Об утверждении Положения об акционерных обществах". Для этого - первого - этапа были характерны следующие процессы:

- появление (еще в 1990 г.) первых открытых АО, выпустившие акции в открытую продажу с первичным размещением в 1991 г. (банк "Менатеп", Российская товарно-сырьевая биржа);
- в марте 1991 г. государственные облигации впервые появились на биржевых торгах (фондовый отдел Московской товарной биржи);
- массовое создание АО и выпуск их акций в свободную продажу;

- появление сотен бирж в 1991 г. и начало функционирования других институтов РЦБ - инвестиционных компаний и др. - в 1992 г.

Первоначально акций, находившихся в свободной продаже, было крайне мало - не более 10. Большая часть оборота фондовых ценностей, концентрировавшегося в основном в фондовых отделах товарных бирж, приходилась на брокерские места бирж и государственные долговые обязательства. Кроме фондовых отделов товарных бирж, фондовая торговля осуществлялась самими эмитентами ценных бумаг в ходе их первичного размещения.

Последовавший во второй половине 1991 г. рост количества выпускаемых акций связан с биржевым бумом, когда в течение нескольких месяцев было создано несколько сот бирж. Как институты нового сектора экономики - рыночной инфраструктуры - биржи выбирали в большинстве своем и новые организационно-правовые формы: АО. Создание бирж в форме АО сопровождалось крупными эмиссиями акций. В то же время многие коммерческие банки, созданные ранее, перерегистрировались в форме АО и начали размещение своих акций. Новые коммерческие банки также организовывались, как правило, в форме АО. К августу 1991 г. благодаря формированию в рыночном секторе экономики (прежде всего, в рыночной инфраструктуре) значительного количества АО была набрана критическая масса ценных бумаг, достаточная для начала функционирования фондовых бирж.

Итогом этого этапа (к весне 1992 г.) можно считать появление всех возможных видов ценных бумаг со всеми возможными сроками действия, эмитированными в основном корпорациями и государством. Можно также считать, что к концу этого этапа в основном было закончено формирование первичной нормативной базы развития РЦБ. Постановление Совета министров РСФСР № 78 от 28 декабря 1991 г. "Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР" на 5 последующих лет стало основным документом в этой области (за исключением приватизируемых предприятий).

Основными формальными вехами его второго этапа развития РЦБ стали:
- система приватизационного законодательства 1992-1994 гг.;

- создание и развитие организованного рынка государственных ценных бумаг в 1993-1995 гг.

Точкой отчета для этого этапа стал Указ Президента РФ N 721 от 1 июля 1992 г. "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества", который оказал наибольшее влияние на развитие РЦБ в 1992-1994 гг. Технология чековой (ваучерной) приватизации стала, в свою очередь, решающей для развития инфраструктуры РЦБ.

По имеющимся оценкам, именно в 1994 г. РЦБ в России впервые стал оказывать сильнейшее влияние на общеэкономическое и даже политическое развитие страны. Так, резкое расширение рынка государственных краткосрочных безкупонных облигаций (ГКО) в 1994 году позволило в определенной мере уменьшить размер свободных денежных ресурсов, оказывавших негативное воздействие на курс рубля к доллару и на темпы инфляции. Резко увеличившийся размер сбережений населения вызвал к жизни значительное количество эмитентов (хотя и крайне низкой степени надежности), ориентированных на работу именно с населением. Также в 1994 г. впервые началось использование ценных бумаг для разрешения кризиса неплатежей (выпуск казначейских обязательств (КО)). В 1994 году в Россию впервые были осуществлены и крупные вложения в акции приватизированных предприятий иностранными инвесторами.

Таким образом, в 1994 г. совпали во времени два качественных сдвига: во-первых, резко увеличилось предложение ценных бумаг вследствие интенсификации эмиссионной деятельности (эмиссия акций приватизированных предприятий, государственных ценных бумаг, а также активизация компаний, аккумулирующих средства населения) , и во-вторых, резко увеличился спрос на инвестиционные ценности (за счет иностранных инвесторов, формирования устойчивого слоя населения, обладающего сбережениями долгосрочного характера, которые могут быть инвестированы в том числе в ценные бумаги, а также притока на РЦБ средств банков и других финансовых структур в результате снижения прибыльности операций на валютном и кредитном рынках).

Эти факторы в значительной степени определили и последующую динамику РЦБ. В результате столь быстрого роста рынка потребности эмитентов и инвесторов переросли те возможности, которые предоставляет инфраструктура рынка. Если в 1992-1993 гг. можно было говорить о том, что развитие инфраструктуры опережало развитие рынка в целом, то в 1995-1996 гг. ситуация поменялась на обратную. Быстрое развитие рынка поставило в качестве одного из ключевых вопросов о создании новой нормативной базы.

Для периода 1996-1997 гг. в развитии РЦБ, характерны, на наш взгляд, следующие основные признаки:

- появление нормативной базы, определяющей институционально-регулятивные аспекты функционирования РЦБ в России;
- позитивные качественные изменения, связанные с развитием инфраструктуры;
- общие благоприятные тенденции и значительные резервы в развитии ликвидности и капитализации рынка, возрастание стабильности рынка;
- вступление в силу в 1996 г. законов РФ “Об акционерных обществах” и “О рынке ценных бумаг”.

Важнейшим качественным отличием этого институционального этапа развития РЦБ стало также растущее международное признание российского РЦБ, доступ российских эмитентов различного типа к мировым финансовым рынкам. Среди наиболее важных событий в этой области следует отметить вступление России в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO), получение одновременно кредитного рейтинга Moody's, Standard&Poor's и IBCA, успешные выпуски “еврооблигаций”, публикация индекса IFC Global Russia, выпуски ADR/GDR рядом компаний, включение одной из российских компаний в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи, признание американской SEC некоторых российских банков “надежным иностранным депозитарием” и др.

Мировой финансовый кризис, начавшийся в 1997 г., наиболее сильно ударил по развивающимся рынкам, к которым относится и Россия. Уже в феврале-марте 1997 г. началось падение фондовых индексов в Таиланде, Сингапуре, Малайзии, на Филиппинах, в Чехии и в Польше, в мае - в Китае, в

июне - в Японии, в июле - в Южной Корее и Индонезии, в сентябре - в Чили. С конца октября 1997 г. кризис захватил практически все фондовые рынки мира.

В этом смысле 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 всего 1998 г.

Даже с учетом резкого падения фондовых индексов в 1997 г., 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 (подробно см. тему 26). 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 весной-летом 1998 г.

Последующий период в сентябре-декабре 1998 г. можно охарактеризовать как период посткризисной стагнации рынка. Хотя уже осенью 1998 г. было возможно реанимировать некоторые сегменты финансового рынка России, вплоть до конца 1998 г. оставались нерешенными принципиально важные вопросы:

- сохранялась неопределенность в отношении долгов и процентов по долгам на осень 1998 - 1999 гг.;²

- не была принята окончательная схема реструктуризации долга по ГКО;

- отсутствовала ясная программа регулирования и санации банковского сектора в условиях кризиса;

- сохранялась общая социально-экономическая неопределенность относительно перспектив развития экономики России в 1999 г., прежде всего связанная с проблемами бюджета.

Все это лишало остающихся жизнеспособными экономических агентов по крайней мере внятных краткосрочных сигналов и обуславливало стагнацию рынка.

1.3. Принципы и направления формирования правовой системы регулирования рынка

По итогам первой половины 90-х гг. прогресс России в области нового законодательства и правовых институтов оценивался относительно невысоко - как “некоторый по законодательству и незначительный по институтам” (третья группа стран, куда по классификации Всемирного банка входили также Киргизия, Молдова, Армения, Грузия и Казахстан). Россия заметно отставала от лидеров - стран первой группы (Польша, Словения, Венгрия, Хорватия, Македония, Чехия, Словакия) со “значительным прогрессом по законодательству и институтам” (The World Bank, 1996).

К концу 90-х гг. ситуация изменилась довольно существенно (EBRD, 1998). Россия “по степени охвата” своего хозяйственного законодательства фактически вышла в группу лидеров (экспертная оценка “4-”, Болгария, Чехия, Венгрия, Польша, Румыния, Литва, Хорватия - оценка “4”, промышленно развитие страны - оценка “4+”). Гораздо большее отставание сохраняется по показателю “эффективности” хозяйственного законодательства (экспертная

² Общий внешний долг России иностранным кредиторам составил 150 млрд. долл., выплаты в 1999 г. - 17,5 млрд. долл (в т.ч. МВФ соответственно 19 и 4,8, Всемирный банк - 6 и 0,8, ОВВЗ - 11 и 1,3, еврооблигации РФ - 16 и 1,8, прочие - 98 (в т.ч. 40 - Парижскому и 26 - Лондонскому клубам) и 8,8).

оценка “2”, у лидеров -”3-4”). В итоге по данной классификации Россия занимает промежуточные позиции среди стран с переходной экономикой.

В целом федеральный закон “О рынке ценных бумаг” от 22 апреля 1996 г. отвечает потребностям современного рынка ценных бумаг. Ключевым понятием закона является “эмиссионная ценная бумага” - любая ценная бумага (в том числе бездокументарная), которая отвечает следующим признакам:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав;
- размещается выпусками;
- имеет равный объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

К видам профессиональной деятельности на РЦБ отнесены:

- брокерская (по поручению клиентов);
- дилерская (от своего имени и за свой счет);
- деятельность управляющего по управлению ценными бумагами (доверительное управление ценными бумагами, денежными средствами для инвестирования в ценные бумаги, денежными средствами и ценными бумагами, полученными в процессе управления);
- по определению взаимных обязательств (клиринг);
- депозитарная деятельность;
- по ведению реестра владельцев ценных бумаг (держатели реестра-регистраторы), в том числе функции номинального держателя ценных бумаг;
- по организации торговли на рынке ценных бумаг (услуги, непосредственно способствующие заключению сделок с ценными бумагами между участниками РЦБ).

В законе также регулируются вопросы: фондовая биржа, процедуры эмиссии и ее этапы, обращение ценных бумаг (удостоверение права собственности на эмиссионные ценные бумаги, переход прав на ценные бумаги), раскрытие информации о ценных бумагах для эмитентов и профессиональных участников, использование служебной информации. Значительная часть закона посвящена регулированию деятельности профессиональных участников РЦБ, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и саморегулируемым организациям профессиональных участников РЦБ.

Вместе с тем, по оценкам, окончательный вариант закона (и его терминология) содержат и противоречия. Так, например, ст. 2 закона (разрешение выпуска акций на предъявителя) прямо противоречит статье 25 закона РФ “Об акционерных обществах” (разрешение только именных акций). Очевидны те преимущества, которые предъявительские акции дают профессиональным операторам рынка в условиях имеющейся неразвитой инфраструктуры. Вместе с тем следствием этого противоречия может стать волна конфликтов между держателями таких акций и эмитентами в силу возможного аннулирования выпуска акций.

Вместе с тем следует отметить, что в законе практически *не реализованы возможности, связанные с применением мер ответственности* за нарушение положений, им предусмотренных. Помимо поправок в собственно закон, необходимы поправки в Уголовный кодекс, Уголовно-процессуальный кодекс, Кодекс об административных правонарушениях и др. Кроме того, закон требует принятия значительного числа подзаконных актов, которые смогут более полно и с учетом сложившейся практики раскрыть отдельные его положения.

В целом современное состояние правовой базы РЦБ можно охарактеризовать как находящееся на этапе первоначального формирования и требующее дальнейшего совершенствования и развития в целях осуществления и завершения экономических реформ. Разработка и принятие соответствующих нормативных актов должны осуществляться по двум основным направлениям:

- замена ранее принятых нормативных актов на более совершенные, отвечающие потребностям современного экономического развития страны;
- в новых областях, где требуется законодательно урегулировать те или иные экономические отношения.

На современном этапе развития правовой базы РЦБ требуется новый - системный - подход в разработке и обновлении законодательства и проведение работ по упорядочению состава и систематизации федерального законодательства. Принципиально назрела необходимость уделения особого внимания вопросам обеспечения исполнения требований законодательства и согласования и увязки норм, регламентирующих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг, с положениями, урегулированными другими отраслями права - административным, гражданским-процессуальным,

уголовным и уголовно-процессуальным. 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».

К основным принципам развития нормативной правовой базы РЦБ должны относиться:

- 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 частноправовых 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.

Среди основных направлений развития нормативной правовой базы РЦБ необходимо выделить:

- 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.

Глава 2. Система регулирования рынка корпоративных ценных бумаг в России: основные компоненты и современные проблемы

2.1. Общие цели и подходы к организации системы государственного регулирования

Государственное регулирование рынка ценных бумаг - многоуровневый процесс воздействия на деятельность всех участников рынка ценных бумаг в соответствии с избранными государством целями и принципами, который 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.

Важнейшей особенностью этого процесса в России и других постсоциалистических странах является самостоятельная роль государства не только как регулятора рынка ценных бумаг, но одновременно как эмитента государственных ценных бумаг, крупнейшего продавца корпоративных ценных бумаг в ходе приватизации, акционера (временно или на основе закрепления в государственной собственности пакетов акций) значительного числа созданных в процессе приватизации акционерных обществ.

Национальные интересы России определяют **основные цели** государственного регулирования на рынке ценных бумаг. К их числу относятся:

- создание и обеспечение эффективного функционирования механизмов привлечения инвестиций;
- финансирование дефицита федерального бюджета на основе связанных с рынком ценных бумаг методов неинфляционного финансирования;
- создание надежных механизмов и финансовых инструментов инвестирования средств населения;
- 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;

- интеграция российского рынка ценных бумаг 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 ценных бумаг. При их решении необходимо учитывать особенности рынка ценных бумаг как одного из основных механизмов аккумуляции и перераспределения инвестиционных ресурсов в народном хозяйстве: в основе функционирования рынка лежит добровольное вложение временно свободных денежных средств инвесторами в инструменты рынка ценных бумаг. По этой причине главной практической целью г.р. является обеспечение доверия инвесторов к рынку.

К важнейшим **принципам** государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся:

- принцип единства нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка;

- принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования;

- принцип равных возможностей, означающий стимулирование государством конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников, равенство всех участников рынка перед регулятивными органами);

- принцип преемственности государственной политики на рынке ценных бумаг;

- принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков;

- принцип сочетания функционального и институционального регулирования при организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка;

- принцип распределения полномочий по регулированию рынка между РФ и субъектами РФ, а также различными органами исполнительной власти;

- принцип приоритетности в защите мелких инвесторов, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка;
- принцип максимального снижения и разделения рисков;
- принцип предотвращения конфликтов интересов на основе регулирования вопросов совмещения видов профессиональной деятельности.

Существуют различные подходы к **классификации основных элементов системы государственного регулирования** рынка ценных бумаг. По видам ценных бумаг государственное регулирование затрагивает различные сегменты рынка ценных бумаг - корпоративные, государственные, производные и др. ценные бумаги и их рынки (или же, по иной классификации, долевые, долговые и производные ценные бумаги и их рынки).

По видам деятельности и типам операций на рынке ценных бумаг государственное регулирование регламентирует эмиссионную и инвестиционную деятельность всех участников рынка ценных бумаг: эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеров, дилеров, организаторов торговли, депозитариев, регистраторов, расчетно-клиринговых организаций, доверительных управляющих), деятельность коммерческих банков, инвестиционных фондов, компаний и банков, страховых компаний, пенсионных фондов и др.

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. Эти органы могут функционировать на национальном, межрегиональном, региональном и муниципальном уровнях.

В мире известны различные подходы к организации государственного регулирования рынка ценных бумаг: система прямого правительственного регулирования (Ирландия, Нидерланды, Португалия), система контроля со стороны органов, регулирующих финансовую и банковскую систему (Бельгия, Дания, Япония), система контроля через специальную организацию (США, Великобритания, Италия, Франция, Испания), а также смешанные модели.

Определенной организационной системе государственного регулирования рынка ценных бумаг соответствует и адекватная система (иерархия) правового регулирования рынка ценных бумаг. Последняя в зависимости от уровня государственного регулирования включает в себя акты различных органов государственной власти (кодексы, законы, указы, постановления, межведомственные и ведомственные акты и др.), стандарты и правила саморегулируемых организаций, утверждаемые государственными органами. Правовое регулирование дополняется вырабатываемыми самими участниками рынка нормами деловой этики и обычаями делового оборота.

По методам воздействия государственное регулирование подразделяется на косвенное общеэкономическое (бюджетная политика, инструменты валютной и кредитно-денежной политики, налоговая система, политика приватизации и др.) и прямое административное (стандарты деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, регистрация выпусков ценных бумаг, лицензирование на финансовом и фондовом рынке, требования по раскрытию информации в интересах информационной безопасности на рынке ценных бумаг, регулярный надзор и проверки, система санкций и др.).

В зависимости от специфики деятельности различных участников рынка органами государственного регулирования применяются методы функционального или институционального государственного регулирования.

Методы **институционального регулирования** связаны, прежде всего, 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 деятельности, однако 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).

Методы **функционального регулирования** связаны с установлением правил совершения определенных операций (т.е. выполнения определенных функций) для защиты интересов инвесторов. Поскольку в большинстве случаев на рынке ценных бумаг основной акцент делается именно 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.

Согласно ст. 38 закона "О рынке ценных бумаг", государственное регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации осуществляется путем:

- установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;
- регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;
- лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Помимо общих макроэкономических функций, выполняемых рынком ценных бумаг, необходимо учитывать, что совокупность действующих на нем профессиональных участников сама по себе представляет чрезвычайно важную отрасль рыночной экономики. Соответственно, в задачи государственного регулирования входит также 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.

Решение указанных задач непосредственно связано с **техническим регулированием рынка** (поддержание оптимальных количественных и качественных параметров рынка) - мерами регулирования, направленными на обеспечение ликвидности ценных бумаг, сглаживание резких колебаний курсов ценных бумаг в результате спекулятивной игры. В ряду задач технического регулирования особое место занимает предотвращение системных кризисов, которые могут быть вызваны, например, сбоями в работе расчетных и клиринговых систем.

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. Несмотря на совпадение интересов участников и задач государства по многим вопросам регулирования рынка, это совпадение не является полным, и по значительному кругу вопросов требуется прямое государственное регулирование.

Защита интересов государства и участников рынка ценных бумаг осуществляется 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;

- поддержка государством добровольного страхования рисков профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

- защита прав эмитентов и инвесторов.

Совершенствование **механизма разграничения ответственности** за результаты деятельности по регулированию различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг между органами государственного регулирования должно 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.

2.2. Иерархия органов регулирования рынка

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

В силу этого первая попытка создать единый государственный орган, выполняющий роль координатора и регулятивные функции на рынке ценных

бумаг, была предпринята уже в 1992 г. В соответствии с указом Президента РФ от 07.10.92 N 1186 "О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий" и распоряжением Президента РФ от 9 марта 1993 г. N 163-рп "О комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации" была создана Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ в составе представителей Государственно-правового управления Президента РФ, Государственного комитета РФ по управлению государственным имуществом, Министерства финансов РФ, Государственного комитета РФ по антимонопольной политике, Центрального банка РФ, Российского фонда федерального имущества, фондовых бирж. Преимущественно рекомендательный характер решений этой комиссии обусловил низкую эффективность ее деятельности как регулятора рынка ценных бумаг.

В настоящее время федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг является Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), которая создана в соответствии с законом "О рынке ценных бумаг", Указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1009 "О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг" и является правопреемником Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ (осуществлявшей свою деятельность в соответствии с Указом Президента РФ от 4 ноября 1994 года № 2063 "О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации").

Помимо ФКЦБ России, к органам государственного регулирования рынка ценных бумаг относятся: Министерство финансов РФ, Центральный банк РФ, Мингосимущества РФ, Антимонопольный комитет РФ, Государственная налоговая инспекция, Министерство юстиции РФ и др.

В соответствии с законом "О рынке ценных бумаг" (ст. 42), ФКЦБ России осуществляет следующие **функции**:

1) осуществляет разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг и координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;

2) утверждает стандарты эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов, в том числе иностранных эмитентов, осуществляющих эмиссию ценных бумаг на территории Российской Федерации, и порядок регистрации эмиссии и проспектов эмиссии ценных бумаг;

3) разрабатывает и утверждает единые требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами;

4) устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами, нормы допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности. Правила ведения учета и составления отчетности эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг устанавливаются ФКЦБ России совместно с Министерством финансов Российской Федерации;

5) устанавливает обязательные требования к порядку ведения реестра;

6) устанавливает порядок и осуществляет лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также приостанавливает или аннулирует указанные лицензии в случае нарушения требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;

7) выдает генеральные лицензии на осуществление деятельности по лицензированию деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также приостанавливает или аннулирует указанные лицензии. Аннулирование генеральной лицензии, выданной уполномоченному органу, не влечет аннулирования лицензий, выданных им профессиональным участникам рынка ценных бумаг;

8) устанавливает порядок, осуществляет лицензирование и ведет реестр саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и аннулирует указанные лицензии при нарушении требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, а также стандартов и требований, утвержденных ФКЦБ России;

9) определяет стандарты деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;

10) осуществляет контроль за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных ФКЦБ России;

11) обеспечивает раскрытие информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, профессиональных участниках рынка ценных бумаг и регулировании рынка ценных бумаг;

12) обеспечивает создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;

13) утверждает квалификационные требования, предъявляемые к лицам и организациям, осуществляющим профессиональную деятельность с ценными бумагами, к персоналу этих организаций, организует исследования по вопросам развития рынка ценных бумаг;

14) разрабатывает проекты законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования рынка ценных бумаг, лицензирования деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, контроля за соблюдением законодательных и нормативных актов о ценных бумагах, проводит их экспертизу;

15) разрабатывает соответствующие методические рекомендации по практике применения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;

16) осуществляет руководство региональными отделениями ФКЦБ России;

17) ведет реестр выданных, приостановленных и аннулированных лицензий;

18) устанавливает и определяет порядок допуска к первичному размещению и обращению вне территории Российской Федерации ценных

бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации;

19) обращается в арбитражный суд с иском о ликвидации юридического лица, нарушившего требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и о применении к нарушителям санкций, установленных законодательством Российской Федерации;

20) осуществляет надзор за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении;

21) устанавливает соотношения между размерами объявленной эмиссии акций на предъявителя и оплаченного уставного капитала.

ФКЦБ России наделена следующими правами:

1) выдавать генеральные лицензии на осуществление лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также на осуществление контроля на рынке ценных бумаг федеральным органам исполнительной власти (с правом делегирования функций по лицензированию их территориальным органам);

2) квалифицировать ценные бумаги и определять их виды в соответствии с законодательством Российской Федерации;

3) устанавливать обязательные для профессиональных участников рынка ценных бумаг (за исключением кредитных организаций) нормативы достаточности собственных средств и иные показатели, ограничивающие риски по операциям с ценными бумагами;

4) в случаях неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства Российской Федерации о ценных бумагах принимать решение о приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление профессиональной деятельности с ценными бумагами;

5) по основаниям, предусмотренным законодательством Российской Федерации, отказать в выдаче лицензии саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, аннулировать выданную ей лицензию с обязательным опубликованием сообщения об этом в средствах массовой информации;

б) организовывать или совместно с соответствующими федеральными органами исполнительной власти проводить проверки деятельности, назначать и отзывать инспекторов для контроля за деятельностью эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг;

7) направлять эмитентам и профессиональным участникам рынка ценных бумаг, а также их саморегулируемым организациям предписания, обязательные для исполнения, а также требовать от них представления документов, необходимых для решения вопросов, находящихся в компетенции ФКЦБ России;

8) направлять материалы в правоохранительные органы и обращаться с исками в суд (арбитражный суд) по вопросам, отнесенным к компетенции ФКЦБ России (включая недействительность сделок с ценными бумагами);

9) принимать решения о создании и ликвидации региональных отделений ФКЦБ России;

10) применять меры к должностным лицам и специалистам, имеющим квалификационные аттестаты на право совершения операций с ценными бумагами, в случае нарушения законодательства Российской Федерации;

11) устанавливать нормативы, обязательные для соблюдения эмитентами ценных бумаг, и правила их применения.

Хотя в соответствии с законодательством ФКЦБ России имеет указанные выше административные полномочия по **принуждению к соблюдению законодательства о ценных бумагах (инфорсмент)**, 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. (Приложение 2 и п. 2.4). Вместе с тем необходимость такого специального законодательного акта остается дискуссионной с точки зрения формирования общей структуры правовой базы рынка ценных бумаг (при определенных политических условиях эта проблема могла быть решена через

поправки к действующему закону «О рынке ценных бумаг»). Следует также заметить, что аналогичные поправки должны быть внесены и в Кодекс об административных правонарушениях для придания им «постоянного» характера.

В основе регулирования всех видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и деятельности по управлению инвестициями лежит **лицензирование** указанных видов деятельности. В законе предусмотрено три вида лицензий: профессионального участника рынка ценных бумаг, на осуществление деятельности по ведению реестра и фондовой биржи.

Лицензирование в широком смысле не сводится к однократному акту выдачи лицензии тому или иному участнику рынка. Важнейшей сферой деятельности ФКЦБ России является проведение **систематических проверок** деятельности участников рынка на предмет выполнения требований, установленных ФКЦБ России для профессиональных участников, осуществляющих деятельность на основании лицензии. Другим важным направлением деятельности ФКЦБ России является **регистрация выпусков ценных бумаг** и отчетов о итогах выпусков по новым стандартам, введенным в 1996 г. В 1997 г. ФКЦБ зарегистрировала 3265 проспектов и 2231 отчет, в 1998 г. - около 20 000 выпусков. В 1997-1998 гг. ФКЦБ России разработала и реализует на практике **систему аттестации руководителей и специалистов организаций - профессиональных участников рынка ценных бумаг**.

Прямое регулирование деятельности большинства участников рынка входит в компетенцию ФКЦБ России. Регулирование деятельности ряда участников рынка (например, коммерческих банков, страховых компаний или пенсионных фондов), полностью или частично (в отдельных аспектах их деятельности) отнесено к компетенции других ведомств. В связи с этим ФКЦБ России проводит **политику делегирования части своих полномочий** другим государственным органам путем выдачи им генеральных лицензий (июль 1997 г. - лицензия *Центральному банку РФ*, на основе которой к началу 1998 г. Центральный банк РФ выдал лицензии 41 банку как дилеру) либо путем включения их в перечень регистрирующих органов. В нормативных актах ФКЦБ России предусмотрено, что такие регистрирующие и лицензирующие органы должны осуществлять контроль за соблюдением законодательства в

отношении лиц, которым они выдали лицензии, и в отношении зарегистрированных ими выпусков ценных бумаг. В свою очередь ФКЦБ России осуществляет контроль за тем, как другие государственные органы выполняют возложенные на них контрольные и надзорные функции.

ФКЦБ России имеет 15 **региональных отделений** на территории Российской Федерации. Региональные отделения ФКЦБ России образуются ее решением по согласованию с органами исполнительной власти субъектов РФ и действуют на основании положения, утвержденного ФКЦБ России.

Помимо федерального и регионального уровней регулирования РЦБ, важным элементом системы регулирования должны стать **саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО)**.

В соответствии с законом “О рынке ценных бумаг” (ст. 48), СРО - это добровольное объединение профессиональных участников РЦБ, действующее в соответствии с законом и функционирующее на принципах некоммерческой организации. СРО учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

СРО в соответствии с требованиями осуществления профессиональной деятельности и проведения операций с ценными бумагами, утвержденными ФКЦБ, устанавливает обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, стандарты проведения операций с ценными бумагами и осуществляет контроль за их соблюдением.

СРО имеет следующие права:

- получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов, осуществляемых в порядке, установленном ФКЦБ (региональным отделением ФКЦБ);

- разрабатывать в соответствии с законом правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своими членами и осуществлять контроль за их соблюдением;

- контролировать соблюдение своими членами принятых СРО правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;

- в соответствии с квалификационными требованиями ФКЦБ разрабатывать учебные программы и планы, осуществлять подготовку должностных лиц и персонала организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, определять квалификацию указанных лиц и выдавать им квалификационные аттестаты.

Эффективная деятельность СРО основана на следующих предпосылках:

- участники рынка лучше всех знают, какие механизмы контроля и правила необходимы на практике;

- они обязаны финансировать контроль своей деятельности;

- их положение позволяет им лучше всех судить о нарушениях; -

- они заинтересованы в выполнении высоких этических норм их коллегами.

Концепция саморегулирования была впервые предложена участникам рынка в апреле 1994 г. на национальной конференции, организованной Комиссией по ценным бумагам. В течение 1994 - 1995 годов в Москве и регионах были созданы ассоциации профессиональных участников фондового рынка: Профессиональная ассоциация участников фондового рынка (ПАУФОР, Москва); Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД); Комитет профессиональных участников рынка ценных бумаг (Санкт-Петербург); Фонд "Единая торговая система" (Санкт-Петербург); Тихоокеанская ассоциация фондовых дилеров (Владивосток); Уральская ассоциация финансовых брокеров и дилеров (Екатеринбург); Ассоциация фондовых дилеров Сибири (Новосибирск); Ассоциация брокеров (дилеров) фондового рынка (Челябинск); Лига инвестиционных фондов и др. 30 ноября 1995 г. была создана Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР).

В 1996-1998 гг. в НАУФОР произошли значительные количественные и качественные изменения. Число членов Ассоциации возросло в 3 раза. В этот период были организационно и структурно оформлены и приступили к работе регулирующие органы Национальной Ассоциации, в том числе Торговый комитет, Финансово-операционный комитет, Дисциплинарный комитет. В функции НАУФОР постепенно передается лицензирование профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В условиях стагнации рынка после кризиса 1998 г. роль СРО может стать еще более значимой. В этой связи важнейшей задачей является дальнейшая разработка правил и стандартов, в соответствии с которыми должно будет осуществляться дополнительное к государственному регулированию саморегулирование РЦБ, т.е. подготовка правовой базы для саморегулирования участников РЦБ. В настоящее время даже самые развитые профобъединения сталкиваются с трудностями разработки правил и стандартов, не говоря уже об их введении. Этим организациям необходимо время, чтобы подготовиться к выполнению предписанных им функций. Вместе с тем существующие в России прообразы СРО уже показали признаки быстрого развития.

2.3. Проблемы обеспечения прозрачности рынка.

Действовавшее в 1991-1995 гг. законодательство в отношении раскрытия информации о компаниях-эмитентах ограничивалось сравнительно малым объемом информации о предприятии:

- для приватизируемых предприятий (акты Минфина, ГКИ и Центробанка)
- минимальный объем информации о предприятии в учредительных документах, который поступал в местную регистрационную палату (типовой устав и план приватизации как проспект эмиссии) и формально становился доступен инвесторам. Финансовая информация предоставлялась налоговой инспекции. На предприятии информация тщательно охранялась и была доступна только руководству;

- по постановлению Правительства № 601 от 25 декабря 1990 г. предприятия должны были публиковать и рассылать акционерам годовые отчеты и балансы в течение двух месяцев после годового собрания акционеров,

а также квартальные балансы, счета прибылей и убытков и другую текущую информацию;

- по инструкции № 2 Минфина от 3 марта 1992 г., выпущенной согласно постановлению Правительства № 78 от 28 декабря 1991 г., от компаний, выпускающих новые акции, требуется, чтобы они регистрировали в Минфине проспекты эмиссии, содержащие информацию об эмитенте, характере его бизнеса и руководства, финансовом статусе эмитента, предстоящей эмиссии и планах использования поступлений от продаж ценных бумаг;

- согласно пункту 81 Приказа Минфина № 170 от 26.12.94, годовая бухгалтерская отчетность организации (Бухгалтерский баланс, Отчет о финансовых результатах и их использовании, Справка к отчету о финансовых результатах и их использовании, Приложение к бухгалтерскому балансу, Пояснительная записка и Аудиторское заключение) является открытой для заинтересованных пользователей: банков, инвесторов, кредиторов, покупателей, поставщиков, и др., которые могут знакомиться с годовой отчетностью и получать ее копии с возмещением расходов на копирование.

- в пункте 2 Постановления Правительства № 339 от 21 апреля 1995 года требуется, чтобы предприятия представляли свою годовую финансовую отчетность в Госкомстат, который, в свою очередь, за плату будет представлять эту информацию общественности.

- к банкам предъявляются дополнительные специализированные требования по отчетности перед Центробанком.

В настоящее время базовыми документами, устанавливающими требования по раскрытию информации, являются законы "Об акционерных обществах" и "О рынке ценных бумаг". В соответствии со ст. 30 закона "О рынке ценных бумаг" под раскрытием информации понимается "обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение".

В соответствии со ст. 92 закона "Об акционерных обществах" открытое общество обязано ежегодно опубликовывать в средствах массовой информации, доступных для всех акционеров данного общества, годовой отчет общества, бухгалтерский баланс, счет прибылей и убытков.

Закон “О рынке ценных бумаг” содержит подробные требования к решению о выпуске ценных бумаг; сертификату эмиссионной ценной бумаги; проспекту эмиссии; раскрываемой информации о выпуске ценных бумаг; отчету об итогах выпуска ценных бумаг. Также в этом законе (гл. 7) содержатся общие требования ко всем случаям раскрытия текущей информации со стороны эмитента ценных бумаг, владельца ценных бумаг и профессионального участника рынка.

В марте 1997 г. было принято решение, что к 202 крупнейшим российским эмитентам должны предъявляться наиболее жесткие требования по раскрытию информации, прежде всего в отношении данных о финансово-хозяйственной деятельности и рекламы эмиссий. При этом вторичные эмиссии этих 202 эмитентов регистрируются в ФКЦБ, а эмиссии остальных предприятий - в территориальных отделениях ФКЦБ. В 1998 г. число таких эмитентов возросло в 2 раза.

Одновременно с расширением объема предоставляемой информации проводится политика централизации предоставляемой информации и формирования единой базы данных в интересах инвесторов. Утвержденное ФКЦБ “Положение о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитентов эмиссионных ценных бумаг” (№ 32 от 12 августа 1998 г.) требует от всех коммерческих организаций, которые обязаны предоставлять ежеквартальный отчет эмитента³, направлять также соответствующую информацию в полномочный регистрирующий орган (на бумажном и магнитном носителях), а также публиковать необходимое сообщение.

В частности, к таким существенным фактам относятся изменения в списке лиц, входящих в органы управления; изменения в размере участия в уставном капитале эмитента, его дочерних и зависимых обществ лиц, входящих в органы управления эмитента; изменения в списке владельцев (акционеров) эмитента;

³ В свою очередь, ежеквартальный отчет обязаны предоставлять коммерческие организации, государственная регистрация хотя бы одного выпуска ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии (за некоторыми исключениями). Подробно см. Положение о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг (утв. Постановлением ФКЦБ № 31 от 11 августа 1998 г.)

изменения в списке юридических лиц, в которых эмитент владеет долей участия; изменения в списке лиц, которые обладают более 5 % голосов в высшем органе управления эмитента; появление в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25 % его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида и др.

Что касается информации о торговых операциях, то в 1993-1996 гг. большинство ценных бумаг продавались и покупались на внебиржевом рынке при отсутствии учёта операций и технических средств для объявления котировок на продажу и покупку. Если и выставлялись котировки в какой-либо системе, они в лучшем случае были индикативными (информационными). Создание РТС в мае 1995 г. (и введение твердых котировок) привело к заметно возросшему объему информации.

В соответствии с законом “О рынке ценных бумаг” (гл. 7) профессиональный участник рынка при предложении и/или объявлении цен покупки и/или продажи эмиссионных ценных бумаг обязан раскрыть имеющуюся у него общедоступную информацию, раскрываемую эмитентом этих бумаг, или сообщить о факте отсутствия у него этой информации.

Конкретные механизмы раскрытия информации регулируются другими нормативными актами, в первую очередь Постановлениями ФКЦБ России⁴. Главным направлением политики ФКЦБ в этой области пока стало расширение объема информации, которая должна предоставляться в проспектах эмиссий для открытого размещения новых ценных бумаг, до международных стандартов. Вместе с тем важнейшей задачей контроля со стороны ФКЦБ должно стать не только количество информации и регулярных отчетов, но также *и качество предоставляемой информации*. В целом можно говорить об улучшении

⁴ Так, например, постановление ФКЦБ России № 9 от 7.05.96 определяет информацию, которую открытое акционерное общество должно ежегодно опубликовать в дополнение к требованиям ст.92 закона “Об акционерных обществах”: соотношение стоимости чистых активов и размера уставного капитала, количество акционеров и данные о реестродержателе. На основе опыта первых эмиссий ценных бумаг российскими предприятиями разработан и утвержден новый формат проспекта эмиссии акций и облигаций. В сентябре 1996 года Постановлением ФКЦБ России № 19 были утверждены “Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспект эмиссии”. В феврале 1997 года Постановлением № 8 утверждены “Стандарты эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций”, заменившие действовавшую Инструкцию Минфина №2 от 3 марта 1992 года “О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации.

информационной среды в 1996-1998 гг. Тем не менее проблема информационной закрытости остается по-прежнему острой.

Одним из основных условий привлечения инвестиций является перестройка всей процедуры подготовки и раскрытия информации, в том числе финансовой. При этом процедура раскрытия информации должна создать в России единое информационное пространство. Раскрытие информации должно включать в себя получение инвесторами сведений не только об эмитентах, но также о профессиональных участниках рынка ценных бумаг и коллективных инвесторах. Для решения проблемы раскрытия информации о предприятиях необходимо:

- детально регламентировать состав и структуру раскрываемой информации финансового и нефинансового характера, а также унифицировать способы ее раскрытия;

- разработать правила раскрытия информации, а также процедуры, позволяющие обеспечить доступ к раскрываемой информации всех заинтересованных лиц.

Важнейшей составной частью процесса создания системы раскрытия информации российскими предприятиями является реформа бухгалтерского учета в Российской Федерации. Качество представляемой российскими предприятиями информации не отвечает потребностям инвесторов, поскольку до сих пор сохраняется налоговая направленность бухгалтерского учета и, соответственно, составленных на его основе финансовых отчетов.

С учетом создаваемой системы раскрытия 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;

- в формировании на базе международных стандартов финансовой отчетности, адекватной потребностям российской экономики на современном этапе развития;

- в четком разделении финансовой и налоговой отчетности.

Необходимо также разработать и утвердить специализированные формы бухгалтерской отчетности для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Кроме того, защита инвесторов может и должна осуществляться путем развития аудиторских услуг.

Практическое обеспечение раскрытия информации невозможно без введения административной ответственности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг за уклонение от раскрытия информации, а также предоставление недостоверной, ложной или вводящей в заблуждение информации. Помимо расширения требований к открытию информации, необходимо ужесточать и законодательно определять ответственность за укрытие информации. Но и этого будет недостаточно до тех пор, пока сами менеджеры (собственники) не осознают преимущества открытия информации для привлечения инвестиций.

2.4. Инфорсмент и проблемы надзора

Перед ФКЦБ с момента ее создания была поставлена крайне сложная задача по формированию правовой среды на российском рынке и преодолению правового нигилизма, утвердившегося во взаимоотношениях между его участниками.

В настоящее время у ФКЦБ имеются следующие административные полномочия по принуждению к соблюдению законодательства о ценных бумагах:

- выдача предписаний, обязательных для исполнения эмитентами, профессиональными участниками и их саморегулируемыми организациями;
- приостановление или аннулирование лицензии у профессиональных участников рынка ценных бумаг и саморегулируемых организаций;
- обращение с исками в суд о признании выпуска ценных бумаг недействительным, о ликвидации юридического лица или о признании недействительными сделок с ценными бумагами;

- применение дисциплинарных мер (включая лишение квалификационного аттестата, дающего права на совершение операций с ценными бумагами) к должностным лицам, специалистам и участникам рынка.

Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ. (см. Приложение 2) предоставил ФКЦБ возможность проведения публичных слушаний, выдачи предписаний, обращения с исками и заявлениями в суд, наложения некоторых штрафов за нарушения на рынке ценных бумаг (приложение 2), однако, как уже отмечалось выше, необходимо расширение спектра возможных санкций.

Одна из основных проблем в этой связи состоит в том, что 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.

Большое значение имеет наделение ФКЦБ полномочиями по проведению расследований нарушений, по проведению разбирательств и административных слушаний в отношении нарушителей законодательства о ценных бумагах. До сих пор не определены четкие санкции, которые могут применяться в случае безлицензионной деятельности, выпусков суррогатов ценных бумаг (публичное размещение ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию) и тому подобное. Не созданы пока юридические механизмы для установления, предупреждения и пресечения мошенничества. Крайне слабо регулируются отношения, связанные с "инсайдерскими сделками" и манипулированием ценами на рынке. На начальной стадии находится регулирование сделок между аффилированными лицами. Успешная борьба с данными нарушениями возможна только при помощи мер административной и уголовной ответственности.

Другими словами, в отношении эмитентов ФКЦБ может применить такие меры, как отказ в регистрации проспекта эмиссии, в отношении профессиональных участников - отказ в выдаче или отзыв лицензии или штрафы. Вместе с тем основные правонарушения (в частности нарушения прав акционеров) имеют место, когда акции эмитента уже находятся в обращении. Соответственно, необходимо внесение дополнений в законы «Об акционерных

обществах” и “О рынке ценных бумаг” касательно ответственности за соответствующие нарушения.

Глава 3. Развитие инфраструктуры рынка и профессиональные участники рынка как объекты государственного регулирования

Как уже отмечалось выше, в результате быстрого роста рынка в 1994-1996 гг. потребности эмитентов и инвесторов переросли те возможности, которые предоставляет инфраструктура рынка. Если в 1992-1993 гг. можно было говорить о том, что развитие инфраструктуры опережало развитие рынка в целом, то в 1995-1996 гг. ситуация поменялась на обратную. Причины такого изменения ситуации весьма непросты и требуют специального анализа.

Тем не менее в 1996-1997 гг. в России действовали свыше 5000 инвестиционных институтов - в основном финансовых брокеров и инвестиционных компаний (в терминологии и в правовом поле постановления № 78 от 28 декабря 1991 г.. В этот период также функционировали около 50 фондовых бирж (фондовых отделов товарных и валютных бирж). В 1995-1996 гг. отмечена активная деятельность участников рынка по созданию и развитию общероссийских (межрегиональных) торговых, депозитарных и расчетно-клиринговых систем.

Федеральный Закон N39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. "О рынке ценных бумаг" ввел новую классификацию профессиональных участников рынка. Так, в главе 2 указаны семь видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: брокерская; дилерская; деятельность по управлению ценными бумагами⁵; деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг); депозитарная деятельность; деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг; деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг. Основные из них рассматриваются ниже.

В целях защиты инвесторов и создания условий равной конкуренции запрещается совмещение некоторых видов деятельности. Согласно ст. 18 закона,

⁵ Под деятельностью по управлению ценными бумагами (ст. 5 закона) признается осуществление юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:- ценными бумагами; денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги; денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим.

осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Другие ограничения на совмещение видов деятельности и операций с ценными бумагами устанавливаются ФКЦБ. К примеру, в 1998 г. расчетным депозитариям (см. ниже) запрещены иные виды деятельности на рынке ценных бумаг. Отдельные лицензии, помимо регистраторов, получают фондовые биржи и инвестиционные фонды.

3.1. Брокерская и дилерская деятельность

Согласно закону “О рынке ценных бумаг”, брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера (“брокер”). Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам лицом, осуществляющим такую деятельность (“дилер”). Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

В соответствии с Законом "О рынке ценных бумаг", начиная с марта 1996 г. функции регулирования брокерской и дилерской деятельности были переданы из Министерства Финансов РФ в ФКЦБ. В 1996-1998 гг. ФКЦБ выпустила ряд постановлений, регулирующих вопросы лицензирования брокерской и дилерской деятельности, порядок осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, а также основные принципы ведения внутреннего учета операций с ценными бумагами⁶ и требования к размерам собственного капитала. В частности, дилер должен иметь собственный капитал не менее 75 000 ECU. К концу 1997 г. лицензии ФКЦБ на осуществление брокерской и дилерской деятельности получили 2209 компаний.

⁶ "Временное положение об учетных регистрах и внутренней отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг", утвержденное Постановлением ФКЦБ № 21 от 26 ноября 1996 г. В ноябре 1996 года Совет Директоров НАУФОР утвердил в качестве обязательных с 1 января 1997 года для членов Ассоциации "Стандарты внутреннего учета операций с ценными бумагами для брокерско-дилерских компаний - членов НАУФОР".

По данным за 1996-1997 г., с точки зрения видов деятельности, реально осуществляемых на рынке, объемов торговли, и, соответственно, круга интересов можно выделить четыре группы профессиональных участников.

Во-первых, это крупнейшие московские компании - дилеры и брокеры, которые составляют примерно 10% от общего числа членов НАУФОР и обеспечивают 70% объема торговли в рамках РТС. Они осуществляют преимущественно дилерскую деятельность, а в качестве брокера работают с крупными иностранными клиентами через свои оффшорные компании. Эти компании предлагают широкий спектр услуг (включая консультирование и андеррайтинг).

Во-вторых, московские брокеры и дилеры со средним объемом операций, которые предпочитают не рисковать своими сравнительно ограниченными средствами и формируют собственный портфель, как правило, за счет государственных и высоколиквидных корпоративных ценных бумаг. Брокерскую деятельность эти компании осуществляют, работая по "индивидуальным заказам" двух-трех крупных иностранных клиентов, а также в отношении региональных компаний и физических лиц.

В-третьих, дилеры и брокеры - московские коммерческие банки. Эта группа располагает денежными средствами и активно оперирует на рынке государственных ценных бумаг и векселей. Как правило, банки создают самостоятельные аффилированные юридические лица, осуществляющие деятельность в качестве брокеров и дилеров.

Наконец, это региональные дилеры и брокеры. В каждом из крупнейших региональных центров (Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск, Владивосток) можно выделить 2-3 компании, лидирующие по объемам торговли и привлеченных средств в масштабах региона. Значительная часть торговли таких компаний приходится на сделки с крупными московскими дилерами, когда региональные компании перепродают московским контрагентам "оптовые" пакеты ценных бумаг региональных эмитентов, сформированные в результате операций на местном рынке. Эти компании работают с физическими лицами и заинтересованы в привлечении иностранных клиентов, однако инфраструктурные проблемы и определенная монополия московских компаний препятствуют этому.

Согласно Государственной программе защиты прав инвесторов (утв. постановлением Правительства РФ N 785 от 17 июля 1998 г. "О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998 - 1999 годы"), ужесточение государственного регулирования защиты прав инвесторов применительно, в частности, к брокерам и дилерам, должно предполагать усиление требований к лицензированию, создание системы постоянного осуществления проверок и контроля деятельности, включение в работу по контролю саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Дополнительное ужесточение контроля связано с развитием финансового кризиса и предотвращением неплатежей на рынке. Для этого в мае 1998 г. создана т.н. "группа-20" из ведущих компаний-операторов рынка, контролировавших порядка 50 % рынка, которые должны в оперативном порядке передавать информацию о своем финансовом состоянии в ФКЦБ.

3.2. Организаторы торговли

В соответствии с Законом "О рынке ценных бумаг", деятельностью по организации торговли на рынке ценных бумаг признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Преобладание внебиржевой торговли является типичным. Это и рыночные сделки (в рамках "организованных" электронных торговых систем на "телефонном" рынке), и прямые сделки со значительными пакетами по взаимной договоренности сторон, которые не отражаются в торговых и информационных системах. Вместе с тем можно говорить о некотором возрождении биржевой торговли: начата торговля корпоративными бумагами на ММВБ, создана и начала операции Московская фондовая биржа.

В 1991 - 1993 гг. при крайне низких объемах рынка фондовые биржи устояли лишь за счет организации в своей структуре аукционов на размещение межбанковских кредитов и депозитов. С 1993 г. по настоящее время основной объем биржевых операций дают государственные ценные бумаги.

Современный биржевой рынок ценных бумаг в России представлен значительным количеством фондовых бирж и фондовых отделов в составе

валютных и товарных (универсальных) бирж. Так, в 1997 г. в России функционировала 51 биржа. Из них 16 являлись специализированными фондовыми биржами, 35 - фондовыми отделами валютных и товарных (универсальных) бирж. Наибольшее количество бирж и самые высокие обороты торгов ценными бумагами приходится на наиболее развитые регионы с фондовыми и финансовыми рынками: Москва, Санкт-Петербург, Свердловская, Самарская, Новосибирская и др. области.

Низкие обороты биржевой торговли акциями во многом объясняются особенностями современного этапа развития российского фондового рынка, среди которых ограниченное количество ликвидных акций на фондовом рынке; невысокая активность российских АО в плане выпуска дополнительных акций (вторичных эмиссий); "закрытость" российского фондового рынка, связанная с процессом приватизации и перераспределения собственности на приватизированные предприятия⁷; неразвитость инфраструктуры большинства бирж и их неспособность обеспечить какие-либо преимущества в плане оказания услуг участникам рынка (например, в оперативности заключения сделок, осуществлении расчетов, регистрации и перерегистрации прав собственности на акции); низкая репутация многих бирж в глазах эмитентов и инвесторов по причине торговли на них "некачественными" ценными бумагами.

Важную роль должна играть пока только формирующаяся государственная политика в отношении фондовых бирж. В январе-марте 1997 г. ФКЦБ приняла ряд документов (правил), в соответствии с которыми начался процесс лицензирования бирж. В частности, к 1 октября 1997 г. предполагалось заменить лицензии, выданные ранее Минфином РФ, на лицензии ФКЦБ. При этом введены более жесткие требования для претендентов, включая увеличение минимума собственного капитала до 2 млн. ECU (против 600 000 ECU ранее). Лицензии получили следующие фондовые биржи: Московская фондовая биржа (совместный проект ФКЦБ и правительства г. Москвы), "Санкт-Петербург",

⁷ . До последнего времени акции в России приобретались, как правило, с целью получения контрольного пакета акций предприятий для установления контроля над ними или для спекуляций на изменении курса ценных бумаг. Для брокеров, осуществляющих скупку акций и стремящихся минимизировать свои расходы, более удобен неорганизованный рынок, позволяющий манипулировать параметрами сделок и не афишировать их. С этой точки зрения более "прозрачный" биржевой рынок может оказаться дороже внебиржевого.

Саратовская, Екатеринбургская, Южноуральская, Сибирская и Владивостокская фондовые биржи.

В настоящее время Российская торговая система (РТС), созданная в 1995 г., является время самой крупной и наиболее активно используемой в России системой электронной внебиржевой торговли ценными бумагами. До кризиса 1998 г. партнерство объединяло около 400 членов из 30 регионов России. Вопросы контроля и развития РТС являются прерогативой НАУФОР (Национальной Ассоциацией Участников Фондового Рынка). Только члены НАУФОР могут стать пользователями РТС. РТС функционирует в режиме реального времени.

В мае 1998 г. в РТС котировались 107 акций, в том числе 64 обыкновенных и 43 привилегированных. Для листинга акций в РТС необходимы, в частности, следующие условия: существование АО не менее 3 лет, наличие свыше 1000 акционеров (причем “заинтересованные лица” в терминах закона “Об акционерных обществах” не должны владеть более чем 60 % обыкновенных голосующих акций), капитализация или размер собственного капитала компании не менее 10 млн. ECU, ведение реестра АО по законодательству, соблюдение правил раскрытия информации, наличие интереса участников торговли и возможностей свободного обращения данной бумаги. Минимальный объем продаж ценных бумаг эмитента в среднем за месяц по итогам каждого календарного полугодия должен быть не менее 40 000 ECU.

На фоне общего подъема рынка в 1996-1997 гг. возрос интерес инвесторов к более дешевым, но менее ликвидным акциями второго эшелона, что привело к увеличению числа обращающихся в РТС ценных бумаг и созданию РТС-2. В мае 1998 г. в этой системе котировались 244 ценные бумаги, а дневной оборот на рубеже 1997-1998 гг. составлял около 3-4 млн. долларов. Для листинга акций в РТС необходимы, в частности, следующие условия: существование АО не менее 2 лет, наличие свыше 500 акционеров, размер собственного капитала компании не менее 6 млн. ECU, ведение реестра АО по законодательству и др. Минимальный объем продаж ценных бумаг эмитента в среднем за месяц по итогам каждого календарного полугодия должен быть не менее 20 000 ECU.

По бумагам, включенным в оба Котировальных листа (первого и второго уровня), маркет-мейкеры в торговой системе должны постоянно поддерживать не

менее двух котировок. В мае 1998 г. в списке маркет-мейкеров РТС состояли 57 компаний. Наиболее активно торговались в РТС акции порядка 15-20 blue chips - высоко ликвидных ценных бумаг, которые включены в список маркет-мейкеров. Торговля высоко концентрирована, как по бумагам, так и по участникам торгов.

Каждые 30 минут в РТС рассчитывается индекс РТС, который является официальным индексом системы и наиболее известен. Тем не менее весной 1998 г. ФКЦБ объявила конкурс на разработку нового - более представительного - индекса, и с июля официальным стал индекс "Интерфакс-РТС".

Дальнейшие планы развития РТС предусматривают создание системы снижения рисков по крупным сделкам свыше 500 000 долларов, создание РТС-3 (упрощенная и низкочатратная система торговли через Интернет), объединение систем РТС и РТС-2 и др.

РТС стала первой торговой системой, получившей лицензию ФКЦБ России в марте 1997 г. Также лицензии организаторов торговли были выданы Московской межбанковской, Санкт-Петербургской и Сибирской межбанковской валютным биржам.

Электронные торги акциями в рамках ММВБ начались в марте 1997 г. с получением ММВБ соответствующей лицензии ФКЦБ. С 25 марта в этой системе торговались акции 3 эмитентов (с требованиями по листингу и маркет-мейкерами), к концу 1997 г. этот список расширился до 9 акций, к которым добавились 18 акций без жестких требований. Если в марте объем дневных торгов составлял около 200 000 долларов, то к концу 1997 г. он достигал 20 млн. долларов. В России существуют и другие - менее известные - системы.

Следует заметить, что финансовый кризис 1998 года выявил и проблемы развития данной отрасли. Наибольшую нежизнеспособность продемонстрировала именно РТС, ориентированная на дилерский рынок для иностранных инвесторов. В то же время «классические» биржи типа ММВБ и МФБ оказались более устойчивыми в условиях падения рынка.

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. Решение этой проблемы возможно путем осуществления 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.

3.3. Депозитарии, кастоди и расчетно-клиринговая деятельность

Согласно закону “О рынке ценных бумаг”, депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием. Депозитарием может быть только юридическое лицо. В обязанности депозитария также входят регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами; ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету; передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарная деятельность подлежит регулированию, а также лицензированию ФКЦБ (или органом, получившим генеральную лицензию ФКЦБ). Более детально вопросы депозитарной деятельности (применительно к эмиссионным ценным бумагам) регулируются в специальных актах ФКЦБ

Постановлением ФКЦБ от 16 октября 1997 г. N 36 утверждено Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации. Этот документ в соответствии с законом "О рынке ценных бумаг" определяет условия осуществления депозитарной деятельности в Российской Федерации, устанавливает требования к осуществлению депозитарной деятельности, регламентирует общие правила ведения депозитарного учета, а также определяет порядок государственного регулирования и надзора за депозитарной деятельностью.

По некоторым оценкам, в России в настоящее время функционирует около 500 различных организаций, выполняющих те или иные депозитарные функции. С октября 1997 г. для депозитариев (небанковских организаций) предусмотрена единая лицензия на общую депозитарную деятельность. По состоянию на май 1998 г. продолжали действовать 197 прежних лицензий ФКЦБ (до 1 июня 1998 г.) и было выдано 20 лицензий нового образца (в порядке обмена).

Некоторую специфику этой деятельности уточнило постановление ФКЦБ N 3 от 20.01.98 "Об утверждении совместного с Центральным Банком Российской Федерации положения об особенностях и ограничениях совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами с операциями по централизованному клирингу, депозитарному и расчетному обслуживанию" (также утв. ЦБ РФ от 22.01.98 N 16-П).

По этому документу, профессиональный участник рынка ценных бумаг, который совмещает на основании соответствующей лицензии депозитарную деятельность на рынке ценных бумаг и / или клиринговую деятельность на рынке ценных бумаг с брокерской деятельностью на рынке ценных бумаг, или дилерской деятельностью на рынке ценных бумаг, или с деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами, с 1 июня 1998 года не может выполнять операции расчетного депозитария, клирингового центра, расчетного центра (для кредитных организаций). Другими словами, в настоящее время имеет место следующая неформальная классификация депозитарной деятельности:

- "обыкновенный" депозитарий (клиентский, кастоди, который вправе выполнять все профильные операции и совмещать их с другими видами деятельности- брокерско-дилерской. доверительным управлением);

- "расчетный" депозитарий, который по договору с какой-либо торговой площадкой выполняет только депозитарные и клиринговые функции (только централизованный клиринг) без права совмещения с другими видами деятельности.

К последнему типу в Москве могут относиться Депозитарно-клиринговая компания (договор с РТС), Национальный депозитарный центр (договор с ММВБ) и Депозитарно-расчетный союз (договор с МФБ). ОНЭКСИМбанк, имевший ранее 2 лицензии (расчетного и кастодиального депозитариев) и являющийся одним из крупнейших участников рынка данных услуг, после

запрета на совмещение этих функций перестал обслуживать ММВБ и может стать “обыкновенным” депозитарием.

Важно учитывать и тот факт, что инфраструктура российского рынка пока носит промежуточный характер, а каждый из ее сегментов имеет специфические особенности, связанные с общими проблемами переходной экономики. Применительно к депозитариям это означает, что:

- подавляющее большинство российских депозитариев являются специализированными отделами коммерческих банков;
- основную часть клиентуры депозитариев составляют юридические лица;
- подавляющее большинство депозитариев по условиям депозитарного договора не открывают клиенту денежного счета и не ведут никаких денежных расчетов по сделкам с ценными бумагами по поручению клиента;
- исполнение корпоративных действий по ценным бумагам клиентов практически неразвито в силу неотработанности механизма их исполнения и негативного отношения многих эмитентов к работе с посредниками своих акционеров;
- российские депозитарии не осуществляют кредитования клиентов ценными бумагами в качестве отдельно обозначенной дополнительной услуги;
- несоответствие международным стандартам при осуществлении расчетов по сделкам с ценными бумагами (оторванность денежных расчетов от поставки ценных бумаг не дает возможности гарантировать поставку против платежа и контроль за всеми этапами расчетов по сделкам);
- отсутствуют единые стандарты ведения депозитарной деятельности (в частности, учета депозитарных операций, отчетности депозитариев перед регулирующими органами, информационного взаимодействия и документооборота);
- отсутствие программ страхования, которая позволяет депозитарию и его клиентам чувствовать себя уверенными в том, что в случае потери активов, убыток будет компенсирован за счет страхового возмещения;
- несоответствие международным стандартам при исполнении корпоративных действий эмитента (речь идет, прежде всего, о выплате доходов

или о реализации преимущественного права приобретения акций новых эмиссий)⁸;

- отсутствие центральной расчетно-клиринговой организации (наличие организации, проводящей взаимозачет требований и определение нетто-позиций по деньгам и ценным бумагам по результатам сделок, позволит ускорить и стандартизировать процесс расчетов);

- несоответствие международным стандартам бухгалтерского учета (GAAP);

- отсутствие систем внутреннего контроля, управления рисками и надзора.

В силу этого иностранные инвесторы и их кастодианы предпочитают иметь дело с российскими отделениями или представительствами крупных транснациональных банков-кастодианов в России, которые работают по международным стандартам депозитарной деятельности.

Одним из возможных решений проблемы депозитарного обслуживания инвесторов в России является создание центрального депозитария, который наряду с опорой на международный опыт учел бы российскую специфику. В частности, указом Президента РФ N 1034 от 16.09.97 "Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации" предусматривается создание национальной депозитарной системы.

В соответствии с этим указом⁹ принято постановление Правительства РФ N 741 от 10 июля 1998 г. "О мерах по созданию национальной депозитарной системы". Основной целью создаваемого согласно этому документу Центрального депозитария ("Центральный депозитарий - Центральный фонд

⁸ На международных рынках существует четкий регламент оповещения и сроков исполнения корпоративных действий. Так, в США дивиденды по акциям выплачиваются строго на второй день после даты их начисления. В российских условиях для депозитарной организации представляется затруднительным даже своевременное и полное получение от эмитента интересующей инвестора информации, не говоря уже о корректном исполнении корпоративных действий.

⁹ А также с учетом положений Указа Президента Российской Федерации от 3 июля 1995 г. N 662 "О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы и обеспечению прав собственников при хранении ценных бумаг и расчетах на фондовом рынке Российской Федерации"

хранения и обработки информации фондового рынка") является обеспечение прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации. Центральный депозитарий и национальная депозитарная система должны выполнять следующие основные функции:

- обеспечение сохранности информации о правах инвесторов на ценные бумаги и таким образом - обеспечение защиты права собственности;
- обеспечение эффективных расчетов по сделкам с ценными бумагами;
- уменьшение кредитных рисков при расчетах по ценным бумагам и денежным средствам, что подразумевает поставку против платежа.

Предполагается также, что национальная депозитарная система обеспечит 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. При этом одной из важнейших задач при создании Центрального депозитария и национальной депозитарной системы является их интеграция в международные системы, осуществляющие расчеты и клиринг по ценным бумагам.

При этом, несмотря на различия в терминах, фундаментальная задача любой депозитарной организации (собственно депозитария или кастоди, хранителя или попечителя, обыкновенного или расчетного, централизованного или специализированного депозитария) одна - снижение рисков и защита интересов инвестора, эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг.

По закону "О рынке ценных бумаг", собственно клиринговая деятельность - это деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

В самом конце 1997 г. Постановлением ФКЦБ от 30 декабря 1997 г. N 44 было утверждено Временное положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг в Российской Федерации. Этот документ устанавливает требования к осуществлению клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг, а также определяет порядок государственного регулирования и надзора за клиринговой

деятельностью на рынке ценных бумаг. Существенно, что он распространяется на все организации, осуществляющие клиринговую деятельность на рынке ценных бумаг в РФ, включая рынок государственных ценных бумаг. Вместе с тем пока не выдано ни одной лицензии ФКЦБ на осуществление именно клиринговой деятельности. Для этого необходимо принятие специального Положения о лицензировании соответствующей деятельности.

Несмотря на некоторый прогресс, клиринговая и расчетная система остается основной неразрешенной проблемой в области инфраструктуры рынка ценных бумаг. Принятие какого-либо решения затрудняется налоговыми аспектами и правилами, регулирующими совершение операций с иностранной валютой, что заставляет лиц, осуществляющих торговые операции, производить расчеты оффшорно.

3.4. Регистраторы

Первые независимые реестродержатели возникли еще в середине 1993 г. К концу 1996 г. их насчитывалось более 600, из которых приблизительно 30 являлись крупными, т.е. обслуживали более 15 акционерных обществ-клиентов или более 100,000 акционеров. В 1997 г. в среднем на один российский регион приходится 2-3 лицензированных регистратора, в Москве - 35 регистраторов, в С.-Петербурге - около 10. Средний российский регистратор в 1997 г. имел на обслуживании 15-30 эмитентов или около 150 -250 тысяч зарегистрированных в реестре лиц.

Указ Президента России № 1769 "О мерах по обеспечению прав акционеров" от 27 октября 1993 г. стал первым законодательным актом, официально разъяснявшим понятие независимого реестродержателя. Этим указом было введено положение об обязательной - для всех АО с числом акционеров более 1000 - передаче ведения реестра акционеров независимому регистратору. Независимым регистратором мог быть "банк, любой инвестиционный институт (кроме инвестиционных консультантов), депозитарий или специализированный

регистратор"¹⁰. Реестродержатель был определен как организация, осуществляющая независимое ведение реестра акционеров одного или нескольких АО.

Согласно закону “О рынке ценных бумаг”, деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг имеют право заниматься только юридические лица. Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуется держателями реестра (регистраторами). Юридическое лицо, осуществляющее деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами зарегистрированного в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг эмитента.

Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. В случае, если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятельность по ведению реестра на основании лицензии ФКЦБ.

На основе нового законодательства в 1996-1998 гг. ФКЦБ существенно усилила контроль за деятельностью профессиональных реестродержателей, количество которых к началу 1996 года достигло 500, поощряя при этом появление специализированных регистраторов. В настоящее время целый ряд постановлений ФКЦБ регламентирует деятельность и лицензирование специализированных регистраторов.

В 1996 г. (с целью создания необходимых условий для концентрации реестров в руках эффективно работающих регистраторов, способных обеспечивать надежное ведение реестров, внедрять новые технологии,

¹⁰ Так как в России последние два из упомянутых видов деятельности до 1996 г. не лицензировались и не имели минимального размера уставного капитала, практически любая компания могла выступать в качестве реестродержателя, называя себя депозитарием или специализированным регистратором.

обеспечивать как необходимый доступ к информации из реестра для зарегистрированных в нем лиц, так и требуемую ее конфиденциальность, снижать издержки) ФКЦБ выдвинула требование о том, что регистратор для получения лицензии должен вести по крайней мере 100000 лицевых счетов и/или реестры не менее 25 эмитентов с количеством счетов у каждого не менее 500.

В Указе Президента N 1210 от 18 августа 1996 г., было установлено, что к 1 января 1997 года все эмитенты, у которых более 500 акционеров, должны закончить передачу реестров специализированным регистраторам, а все специализированные регистраторы должны получить лицензии ФКЦБ. Начав в марте 1996 года выдачу лицензий регистраторам, ФКЦБ к марту 1997 года сформировала институт лицензированных регистраторов, насчитывающий свыше 180 организаций. К концу 1997 г. их насчитывалось 201. Около 90 % из этих регистраторов вели свыше 100 000 счетов 10 или более эмитентов. По состоянию на апрель 1998 г. было выдано в общей сложности 239 лицензий (с 19 марта 1996 г.), из которых действовали 186.

Надо также отметить, что документы большинства из указанных регистраторов перед тем, как ФКЦБ выдала им лицензии, были предварительно проверены профессиональной организацией, объединяющей большую часть специализированных регистраторов - ПАРТАД (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев).

В итоге, по оценкам, в 1996-1998 гг. специфический российский риск - "риск регистратора" - заметно уменьшился. Это связано как с постепенной детализацией стандартов деятельности регистраторов, так и с постоянными проверками их деятельности.

Заключение

Некоторые рекомендации по различным институциональным аспектам регулирования финансового рынка (инфраструктура, раскрытие информации, инфорсмент) уже представлены выше в соответствующих разделах. Ниже мы рассмотрим тот минимальный набор общих мер, на основе реализации которых возможно говорить о восстановлении инвестиционной привлекательности России и доверия инвесторов в контексте финансовой интеграции в систему международных финансовых рынков.

Применительно к защите прав инвесторов, что российскому рынку потребуется длительное время для того, чтобы превратиться в надежный, стабильный и транспарентный финансовый механизм. Согласно Государственной программе защиты прав инвесторов (утв. постановлением Правительства РФ N 785 от 17 июля 1998 г. "О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998 - 1999 годы"), защита прав инвесторов является приоритетом социально-экономической политики в Российской Федерации. В этом направлении за последние два года достигнуты серьезные результаты как в области законодательства, так и в области улучшения практической защиты прав инвесторов. В то же время для привлечения инвестиций в российскую экономику защиту прав инвесторов необходимо поднять на новый уровень.

Защита прав инвесторов должна основываться на решении следующих основных задач: совершенствование законодательства РФ; совершенствование исполнения законодательства РФ; создание компенсационных схем защиты прав инвесторов и развитие страхования; совершенствование системы раскрытия информации; развитие инфраструктуры финансового и фондового рынков; оптимизация налогообложения инвестиций. В связи с развитием институтов коллективных инвестиций отдельного решения требуют вопросы защиты прав инвесторов схем коллективного инвестирования

В целом защита инвесторов должна обеспечиваться путем создания четкой и системной правовой базы финансового и фондового рынков России. При этом защита инвесторов в ходе совершенствования законодательства должна пониматься как разработка специальных норм, устанавливающих надежные средства защиты прав инвесторов и регулирующих вопросы восстановления этих

прав в случае их нарушения. Комплексный законодательный подход к защите прав инвесторов предусматривает:

- наделение регуляторов рынка четкими полномочиями по применению санкций к нарушителям законодательства (административные полномочия, например, штрафы, и административные процедуры), предъявлению исков и участию в судебных процессах;

- четкое определение в законодательстве оснований для частных исков инвесторов и установление эффективных механизмов защиты - групповых исков, косвенных исков, стимулирующих инвесторов к самостоятельной защите своих прав;

- внесение изменений в уголовное законодательство в части установления четких составов преступлений на финансовом и фондовом рынках;

- внесение дополнений в уголовно-процессуальное законодательство о запрете накладывать арест на денежные средства и ценные бумаги на предъявителя, находящиеся у добросовестного приобретателя, а также уточнение норм уголовно - процессуального законодательства, касающихся места и сроков хранения денег и ценных бумаг на предъявителя, являющихся вещественными доказательствами по уголовным делам;

- установление более четких правил в законодательстве об инвестиционной деятельности требует внесения изменений в Закон РСФСР "Об иностранных инвестициях".

Одним из основных направлений совершенствования исполнения законодательства о защите прав инвесторов следует признать усиление правоприменительных полномочий ФКЦБ и других регуляторов рынка (например, Министерства финансов - в отношении страховых компаний, Центрального банка - в отношении коммерческих банков и т.д.), а также развитие иных эффективных правовых форм защиты прав инвесторов. К таким полномочиям, в частности, относятся: проведение публичных слушаний по вопросам состояния рынка ценных бумаг; наложение штрафов на коммерческие и некоммерческие организации, их должностных лиц и сотрудников за нарушения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и т.п.

Для стимулирования инвестиций в российскую экономику необходимо устранить двойное налогообложение доходов инвесторов инвестиционных

фондов; упростить систему расчета подоходного налога с физических лиц, получающих доходы на рынке ценных бумаг; решить 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.

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 целом требуется 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", "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг", "Об инвестиционных фондах", "О страховых и гарантийных фондах на рынке ценных бумаг", изменения в налоговом законодательстве.

Некоторые источники

Акционерное общество и товарищество с ограниченной ответственностью. Сборник зарубежного законодательства. Отв. ред. В.А.Туманов. М., БЕК, 1995.

Батлер У.Э., М.Е.Гаши-Батлер (1997): "Корпорации и ценные бумаги по праву России и США". М., Зерцало.

Блэк Б., Р.Крэкман, А.Тарасова (1997): "Комментарий федерального закона об акционерных обществах". Рукопись части 1.

Богатых Е. (1996): "Гражданское и торговое право. От древнего римского к современному российскому". М.: ИНФРА-М.

Васильев Е.А., ред. (1993): "Гражданское и торговое право капиталистических государств". М.: Международные отношения.

Всероссийское совещание "О состоянии и перспективах развития акционерных обществ в Российской Федерации". Москва, 10 февраля 1998 г.

Грэй Ч.В., Р.Дж. Хэнсон (1994): "Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран". - В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.3.

Жамен С., Л.Лакур (1993): "Торговое право". М.: Международные отношения.

Кашанина Т.В. (1995): "Хозяйственные товарищества и общества: правовое регулирование внутрифирменной деятельности". М.: ИНФРА-М.

Комментарии к Гражданскому кодексу. Ростов-на-Дону, "Феникс", 1995.

Комментарий части первой Гражданского кодекса Российской Федерации для предпринимателей. М., Фонд "Правовая культура", 1995.

Миркин Я.М. (1995): "Ценные бумаги и фондовый рынок". М., Перспектива.

Рубцов Б.Б. (1996): "Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования". М., ИНФРА-М.

Симонети М. (1996): "Проблемы регулирования фондовых рынков в странах с переходной экономикой в послеприватизационный период". СЕЕРН.

Собрание законодательства РФ.

Становление рыночной экономики в странах Восточной Европы / Пер. с англ. Общ. ред. и предисловие Н.А. Макашевой.- М.: Российский государственный гуманитарный университет, 1994.

Стиглиц Дж. (1989): "Кредитные рынки и контроль над капиталом". -В: Мировая экономика и международные отношения. №6, с. 41-53.

Тихомиров М.Ю., ред. (1998): Комментарий к Федеральному закону "Об акционерных обществах". М.

"Федеральный закон "Об акционерных обществах". Практический комментарий к применению. М.: Центр деловой информации, 1996.

ФКЦБ (1995): "Проблемы развития рынка ценных бумаг в России." Доклад Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ. М., июль 1995.

ФКЦБ (1996): "Проблемы развития коллективных инвесторов в России". Доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М., август 1996.

ФКЦБ (1997): "Развитие рынка ценных бумаг в России." Доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М.

ФКЦБ (1999): "О деятельности Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг". М.: ФКЦБ.

ФКЦБ (1996-1999): Постановления и распоряжения.

Шмелева Н., А. Радыгин (1993): Приватизация и финансовая система в России: проблемы взаимодействия.- В: Вопросы экономики, N 9, с. 67-73.

Bohm A., ed. (1997): "Economic Transition Report 1996".- Ljubljana: СЕЕРН.

EBRD (1998): EBRD Transition Report 1998.

Hirschman A.O. (1970): Exit, Voice, and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organisations and States." Cambridge: Harvard University Press.

Radygin A. (1996): "Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia". Paris, OECD: DAF/FE/MC/EW (96)25, 1996.

Radygin A. (1997): "Corporate Securities Markets Development in Russia". Paris, OECD: DAF/FE/MC/EW (97), 1997.

The World Bank (1995a): "Russia. Creating Private Enterprises and Efficient Markets". Ed. by Lieberman I., Nellis J. et al. -Washington: The World Bank, 1995.

The World Bank (1995b): "Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the former Soviet Union. A Comparative Analysis". Ed. by Lieberman I. et al. -Washington: The World Bank, 1995.

The World Bank (1996): "From plan to market." World Development Report 1996. Oxford University Press.

The World Bank - OECD (1997): "Between State and Market: mass privatization in transition economies." Ed. by Ira W. Liberman, Stilpon S. Nestor, Rai M. Desai. The World Bank-OECD.

Приложение 1.

Ниже приведен проект Федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг". Данная версия проекта (среди целого ряда существующих, в том числе на предварительном рассмотрении в Государственной Думе), с нашей точки зрения, представляет собой наиболее адекватное правовое воплощение ряда ключевых идей проводимых ИЭПП исследований в данной области¹¹. В разработке проекта участвовали эксперты ФКЦБ, в том числе в рамках сотрудничества с ИЭПП. Пояснения и комментарии к проекту представлены в приложении 2.

Проект Федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг"

Статья 1. Внести в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (Собрание законодательства Российской Федерации, 1996, № 17, ст. 1918) следующие изменения и дополнения:

1. В статье 2:

часть девятую изложить в следующей редакции:

"Бездokumentарная форма эмиссионных ценных бумаг – форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в реестре владельцев именных ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо.";

часть двенадцатую изложить в следующей редакции:

"Владелец - лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности, ином вещном праве или на праве доверительного управления.";

часть четырнадцатую изложить в следующей редакции:

"Размещение эмиссионных ценных бумаг – отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам."

2. В статье 3:

часть первую изложить в следующей редакции:

"Брокерской деятельностью признается совершение сделок с ценными бумагами от своего имени, но за счет другого лица или от имени и за счет другого лица";

часть третью исключить.

3. В статье 4:

в части второй после слов "Дилером может быть только юридическое лицо" дополнить словами "или индивидуальный предприниматель";

дополнить частью следующего содержания:

¹¹ Безусловно, в комплексе с целым рядом других нормативно-правовых документов, которые, в частности, упоминаются во введении.

“Индивидуальный предприниматель вправе осуществлять дилерскую деятельность только через фондовые биржи, правила торговли которых предусматривают такую возможность”.

4. Статью 6 изложить в следующей редакции:

**“С т а т ь я 6. Деятельность по определению
взаимных обязательств (клиринг).**

Клиринговой деятельностью (клирингом) признается профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг по определению взаимных обязательств по сделкам с ценными бумагами (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка документов по ним), в том числе с применением зачета встречных однородных требований по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий клиринговую деятельность, именуется клиринговой организацией.

Клиринговая деятельность осуществляется исключительно юридическими лицами.

Договор между клиринговой организацией и лицом, пользующимся ее услугами (участником клиринга), регулирующий их отношения в процессе клиринга, именуется клиринговым договором. Клиринговый договор должен быть заключен в письменной форме. Клиринговая организация обязана утвердить Условия осуществления клиринговой деятельности, являющиеся неотъемлемой составной частью клирингового договора.

Клиринговая организация, осуществляющая клиринг по сделкам, совершенным через организатора торговли, может быть создана только в форме некоммерческого партнерства, членами которой могут быть любые профессиональные участники рынка ценных бумаг. Порядок определения максимального размера оплаты услуг такой клиринговой организацией определяется Федеральной комиссией.

Клиринговая организация, осуществляющая расчеты по сделкам с ценными бумагами, обязана для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами формировать специальный фонд и/или заключить договор страхования.

Порядок формирования и определения минимального размера специального фонда и/или минимальный размер страховой суммы для клиринговой организации устанавливается Федеральной комиссией.

5. Статью 7 изложить в следующей редакции:

“С т а т ь я 7. Депозитарная деятельность

1. Депозитарной деятельностью признается деятельность по оказанию следующих услуг:

- по фиксации прав на ценные бумаги по договорам с их владельцами;
 - по фиксации прав на ценные бумаги по договору с эмитентом о централизованном хранении;
 - по фиксации данных о ценных бумагах депонентов другого депозитария
- по договору с этим депозитарием.

Депозитарий вправе оказывать услуги по хранению сертификатов ценных бумаг. Права на документарные ценные бумаги могут учитываться депозитарием только при условии хранения им сертификатов этих ценных бумаг.

2. Депозитарная деятельность осуществляется исключительно юридическими лицами.

3. Для фиксации прав на ценные бумаги в депозитарии открываются счета депо владельцев, а для фиксации данных о ценных бумагах депонентов другого депозитария счет депо номинального держателя ценных бумаг (счет депо номинального держателя).

На счете депо номинального держателя фиксируются вид, категория, тип, серия и количество ценных бумаг без указания имени (наименования) депонента депозитария.

Счет депо номинального держателя открывается депозитарию. Иным юридическим лицам счет депо номинального держателя открывается только в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными правовыми актами Российской Федерации.

4. По депозитарному договору профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность (депозитарий), обязуется фиксировать права на ценные бумаги, принимать и зачислять поступающие на открытый депоненту счет депо ценные бумаги, выполнять распоряжения лица, в интересах которого депозитарий осуществляет депозитарную деятельность (депонента) о передаче ценных бумаг и проведении других операций по счету депо.

Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме.

Условия осуществления депозитарной деятельности утверждаются депозитарием и являются неотъемлемой частью депозитарного договора.

Депозитарий может быть депонентом другого депозитария.

5. Списание ценных бумаг со счета депо осуществляется депозитарием только на основании передаточного распоряжения депонента, если иное не предусмотрено федеральными законами или депозитарным договором.

При исполнении передаточного распоряжения депонента депозитарий не вправе требовать представления документов, не предусмотренных федеральными законами или депозитарным договором.

Депозитарий обязан хранить передаточные распоряжения депонентов и иные документы, являющиеся основанием для операций по счету депо, в течение срока, установленного нормативными актами Федеральной комиссии.

6. Депозитарий обязан зачислять поступившие на счет депо ценные бумаги в сроки, предусмотренные нормативными актами Федеральной комиссии.

Депозитарий обязан списать со счета депо ценные бумаги не позднее следующего дня после поступления к депозитарию соответствующего распоряжения, если иные сроки не предусмотрены федеральными законами, нормативными актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, депозитарным договором или соответствующим передаточным распоряжением.

7. Содержание и форма передаточного распоряжения определяются нормативными актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и депозитарным договором.

Депозитарий несет перед депонентом ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение им обязанностей, связанных с осуществлением депозитарной деятельности.

8. Депозитарий, если это предусмотрено депозитарным договором, вправе получать причитающиеся по ценным бумагам средства,

предназначенные для последующей передачи депонентам. Срок передачи депоненту указанных средств должен определяться депозитарным договором.

9. На ценные бумаги депонентов, а также на денежные средства, предназначенные для передачи депонентам, не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

10. Депозитарий обязан обособлять принадлежащие ему ценные бумаги от ценных бумаг его депонентов, а принадлежащие ему денежные средства - от денежных средств, предназначенных для передачи депонентам.

Ценные бумаги, принадлежащие разным депонентам, учитываются на счетах депо, открываемых каждому из этих депонентов.

Депозитарий обязан фиксировать факт передачи ценных бумаг депонентов в залог, а также фиксировать иные установленные федеральными законами ограничения в распоряжении ценными бумагами.

11. Депозитарий предоставляют информацию о счетах депо и проводимых по ним операциях исключительно следующим органам и лицам по их требованию:

Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и ее региональным отделениям;

судам и арбитражным судам;

органам государственной налоговой службы и налоговой полиции в случаях, предусмотренных федеральными законами и нормативными правовыми актами Российской Федерации об их деятельности;

органам предварительного следствия по делам, находящимся в их производстве;

депоненту и его представителям - по его счетам депо;

эмитенту и его представителям - только по счету депо эмитента, а также по счетам депо, на которых учитываются права на эмитированные им ценные бумаги и права, закрепляемые этими ценными бумагами;

реестродержателю и его представителям - по счетам депо, на которых фиксируются права на ценные бумаги и права, закрепляемые этими ценными бумагами, реестр владельцев которых он ведет;

депозитарию, в котором открыт счет депо, и его представителям - по счетам депо, на которых фиксируются права на ценные бумаги и права, закрепляемые этими ценными бумагами;

иным органам и лицам в случаях, предусмотренных федеральными законами.

Органы и лица, которым предоставлена информация в соответствии с настоящим пунктом, не вправе разглашать полученные сведения, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами.

Органы и лица, нарушившие требования, установленные настоящим пунктом, несут предусмотренную федеральными законами ответственность, включая возмещение причиненных депоненту убытков.

12. По заявлению депонента депозитарный договор может быть расторгнут в любое время.

13. В случае прекращения депозитарного договора ценные бумаги, оставшиеся на счете депо, списываются по указанию депонента депозитарием не позднее трех дней после получения соответствующего письменного заявления депонента".

6. Статью 8 изложить в следующей редакции:

"С т а т ь я 8. Деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг

1. Деятельностью по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг признается осуществляемая по договору с эмитентом ценных бумаг деятельность по оказанию услуг:

по фиксации прав владельцев на принадлежащие им ценные бумаги, а также по фиксации данных о ценных бумагах номинальных держателей;
по фиксации данных о ценных бумагах депонентов депозитариев.

Деятельность по ведению реестра именных ценных бумаг осуществляется исключительно юридическими лицами.

2. Реестр владельцев именных ценных бумаг (далее – реестр) ведется только профессиональным участником рынка ценных бумаг, имеющим лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра, или эмитентом этих ценных бумаг в случаях, установленных настоящим Федеральным законом. Ведение эмитентом реестра владельцев выпущенных им именных ценных бумаг не является профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг и не подлежит лицензированию.

Организация, осуществляющая ведение реестра, именуется реестродержателем.

Ведение реестра осуществляется в соответствии с требованиями настоящего Федерального закона независимо от того, ведет ли реестр профессиональный участник рынка ценных бумаг или эмитент. В случае обнаружения нарушений при ведении реестра эмитентом Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг вправе потребовать передать ведение реестра профессиональному участнику рынка ценных бумаг.

Профессиональный участник, осуществляющий деятельность по ведению реестра, вправе оказывать эмитенту иные услуги, предусмотренные федеральными законами и нормативными актами Федеральной комиссии.

3. Для фиксации прав на ценные бумаги в реестре открываются лицевые счета владельцев, а для фиксации данных о ценных бумагах депонентов депозитария - лицевой счет номинального держателя ценных бумаг (лицевой счет номинального держателя).

На лицевом счете номинального держателя фиксируются вид, категория, тип, серия и количество ценных бумаг без указания имени (наименования) депонента депозитария.

Лицевой счет номинального держателя открывается депозитарию. Иным юридическим лицам лицевой счет номинального держателя открывается только в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными правовыми актами Российской Федерации.

Лица, которым в реестре открываются лицевые счета, именуются зарегистрированными лицами.

4. Реестром является список зарегистрированных лиц, содержащий вид, категории, тип, серии и количество ценных бумаг, принадлежащих каждому владельцу и депонентам каждого номинального держателя, а также данные, необходимые для идентификации этих владельцев и номинальных держателей.

Список владельцев именных ценных бумаг составляется реестродержателем по поручению эмитента по состоянию реестра на дату, указанную в этом поручении. Список владельцев именных ценных бумаг может

составляться по указанию иных лиц в соответствии с федеральными законами и нормативными актами Российской Федерации.

5. Реестры всех именных ценных бумаг одного эмитента должны вестись одним реестродержателем.

Эмитент ценных бумаг не вправе вести реестр владельцев выпущенных им именных ценных бумаг, если число зарегистрированных лиц превышает 500. Нарушение этого требования не является основанием для признания недействительными операций эмитента, связанных с ведением реестра.

6. Реестродержатель не вправе перепоручать ведение реестра иным лицам.

7. Прием распоряжений от зарегистрированных лиц и выдача выписок из реестра могут осуществляться по договору поручения с реестродержателем другими юридическими лицами.

8. За ведение реестра реестродержателем с эмитента взимается плата, размер которой определяется договором в соответствии с нормативными актами Федеральной комиссии.

Договор о ведении реестра должен быть заключен в письменной форме.

9. Реестродержатель в соответствии с федеральными законами и нормативными актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг утверждает Правила ведения реестра владельцев именных ценных бумаг. Правила ведения реестра владельцев именных ценных бумаг должны быть доступны для ознакомления любым лицам.

10. Реестродержатель, являющийся профессиональным участником рынка ценных бумаг, не может быть владельцем ценных бумаг эмитентов, реестры которых он ведет, и не может совершать сделки с такими ценными бумагами.

11. Списание ценных бумаг с лицевого счета осуществляется реестродержателем только на основании передаточного распоряжения зарегистрированного лица, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами.

При исполнении передаточного распоряжения реестродержатель не вправе требовать от зарегистрированного лица представления документов, не предусмотренных федеральными законами и Правилами ведения реестра владельцев именных ценных бумаг.

12. Реестродержатель обязан хранить решения о выпуске и отчеты об итогах выпуска именных ценных бумаг, реестр владельцев которых он ведет, передаточные распоряжения зарегистрированных лиц и иные документы, являющиеся основанием для операций по лицевым счетам.

13. Реестродержатель обязан зачислять поступившие на лицевой счет ценные бумаги не позднее дня, следующего за днем поступления реестродержателю соответствующего распоряжения, если более короткий срок не предусмотрен Правилами ведения реестра владельцев именных ценных бумаг.

Реестродержатель обязан списать ценные бумаги не позднее дня, следующего за днем получения реестродержателем соответствующего распоряжения, если иные сроки не предусмотрены таким распоряжением.

14. Содержание передаточного распоряжения и его форма должны соответствовать требованиям, предусмотренным нормативными актами Федеральной комиссии.

15. Эмитент ценных бумаг несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение им обязанностей, связанных с ведением реестра.

Эмитент ценных бумаг и осуществляющий ведение реестра их владельцев профессиональный участник рынка ценных бумаг несут солидарную ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение ими обязанностей, связанных с ведением реестра.

16. Реестродержатель предоставляет информацию о лицевых счетах и проводимых по ним операциям исключительно следующим органам и лицам по их требованию:

Федеральной комиссии и ее региональным отделениям;
судам и арбитражным судам;
органам государственной налоговой службы и налоговой полиции;
органам предварительного следствия по делам, находящимся в их производстве;

зарегистрированному лицу и его представителям – только по его лицевому счету;

эмитенту и его представителям - только по лицевому счету эмитента, а также по лицевым счетам, на которых учитываются права на эмитированные им ценные бумаги и права, закрепляемые этими ценными бумагами;

иным органам и лицам в случаях, предусмотренных федеральными законами.

Органы и лица, которым предоставлена информация в соответствии с настоящим пунктом, не вправе разглашать полученные сведения, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами.

Органы и лица, нарушившие требования, установленные настоящим пунктом, несут предусмотренную федеральными законами ответственность, включая возмещение причиненных владельцу лицевого счета убытков.

17. В случае прекращения договора о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг реестродержатель обязан передать реестр другому реестродержателю, указанному эмитентом. В случае отсутствия такого указания эмитента реестродержатель обязан хранить реестр, с возмещением эмитентом связанных с этим расходов."

7. Статью 10 изложить в следующей редакции:

**"С т а т ь я 10. Условия осуществления и
совмещения видов профессиональной
деятельности на рынке ценных бумаг**

1. Условием осуществления видов профессиональной деятельности, предусмотренных статьями 3, 4, 5, 7 и 8 настоящего Федерального закона, является обязательное членство в саморегулируемой организации соответствующих профессиональных участников рынка ценных бумаг.

2. Совмещение профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг с иными видами предпринимательской деятельности, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами, не допускается.

3. Ограничение на совмещение видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и операций с ценными бумагами устанавливаются Федеральной комиссией."

8. Статью 12 дополнить частью следующего содержания:

“Фондовая биржа вправе устанавливать специальные требования к членам, принимающим на себя обязательства по поддержанию ликвидности рынка ценных бумаг, которые должны быть для указанных членов едиными.”

9. Последний абзац части первой статьи 14 после слов "финансовые инструменты" дополнить словами "(в том числе опционы и фьючерсы на ценные бумаги, на индексы ценных бумаг, а также на такие опционы и фьючерсы)", а также исключить слова “в соответствии с законодательством Российской Федерации”.

10. В статье 16:

часть вторую изложить в следующей редакции:

"Эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться в документарной и бездокументарной форме.";

часть третью изложить в следующей редакции:

"Выбранная эмитентом форма ценных бумаг должна определяться в решении о выпуске ценных бумаг и проспекте эмиссии ценных бумаг.";

часть четвертую исключить;

часть пятую изложить в следующей редакции:

“При выпуске ценных бумаг в документарной форме на каждую ценную бумагу выдается сертификат, содержащий реквизиты, предусмотренные настоящим Федеральным законом. По желанию владельца может выдаваться один сертификат на все приобретаемые им ценные бумаги одного выпуска. По желанию владельца ценной бумаги один сертификат может быть заменен на два и более сертификата ценных бумаг, или два и более сертификата могут быть заменены на меньшее число при условии, что количество ценных бумаг, удостоверенных замененными сертификатами, не изменилось.";

часть шестую исключить;

часть седьмую изложить в следующей редакции:

“Сертификаты эмиссионных ценных бумаг без обязательного централизованного хранения выдаются на руки их владельцам при приобретении ценных бумаг данного выпуска.";

часть девятую изложить в следующей редакции:

"Не допускается ведение обязательного централизованного хранения акций.";

часть пятую считать соответственно частью четвертой, а части седьмую - пятнадцатую соответственно шестой - четырнадцатой.

11. В статье 17:

часть пятую изложить в следующей редакции:

“Решение о выпуске ценных бумаг составляется в двух, а в случае, если ведение реестра осуществляет реестродержатель, - в трех экземплярах. Один экземпляр хранится в регистрирующем органе, второй - у эмитента, а третий передается на хранение реестродержателю. В случае расхождений в тексте экземпляров решения истинным считается текст документа, хранящегося в регистрирующем органе";

в части шестой слово "регистратора" заменить словом "реестродержателя".

12. В статье 19:

часть вторую изложить в следующей редакции:

"Регистрация проспекта эмиссии осуществляется при государственной регистрации выпуска ценных бумаг, размещаемых путем подписки, в случаях, установленных нормативными актами Федеральной комиссии ";

часть третью изложить в следующей редакции:

"В случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом и нормативными актами Федеральной комиссии, процедура эмиссии дополняется этапами раскрытия информации.";

часть пятую исключить.

13. В статье 20:

в части первой слова "(при эмиссии акций для создания акционерного общества)" исключить;

часть первую дополнить абзацем седьмым следующего содержания: "иные документы, предусмотренные нормативными актами Федеральной комиссии";

часть вторую изложить в следующей редакции:

"Эмитент и его должностные лица, подписавшие решение о выпуске и проспект эмиссии ценных бумаг, а также иные лица, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, несут ответственность перед владельцами ценных бумаг в соответствии с законодательством.";

во втором предложении части третьей слова "регистрирующим органом" заменить словами "Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг";

часть четвертую изложить в следующей редакции:

"Регистрирующий орган обязан зарегистрировать выпуск эмиссионных ценных бумаг, представленных для государственной регистрации выпуска ценных бумаг, или принять мотивированное решение об отказе в регистрации не позднее 30 дней с даты получения всех указанных документов. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг вправе принять решение о продлении указанного срока на период до 30 дней. Продление установленного настоящей статьей срока может быть осуществлено по основаниям, предусмотренным настоящим Федеральным законом для отказа в государственной регистрации.

Регистрирующий орган несет ответственность за полноту зарегистрированных решения о выпуске ценных бумаг и проспекта эмиссии, но не за их достоверность."

14. В статье 22:

абзац второй части четвертой изложить в следующей редакции:

"годовую бухгалтерскую отчетность по установленным формам за последние три завершённых финансовых года либо за каждый завершённый финансовый год с момента образования, если этот срок менее трех лет";

дополнить частью шестой в следующей редакции:

"В проспект эмиссии включаются иные сведения, предусмотренные нормативными актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг."

15. В статье 23:

часть первую изложить в следующей редакции:

"Эмитент, а также профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие размещение эмиссионных ценных бумаг, обязаны предоставить приобретателям ценных бумаг для ознакомления копию решения о выпуске, а в случае регистрации проспекта эмиссии - также и копию проспекта эмиссии размещаемых ценных бумаг до приобретения ими размещаемых ценных бумаг.";

части вторую – седьмую исключить.

16. В статье 24:

в части второй слова "учредительных документах и проспектах о выпуске" заменить словами "решениях о выпусках и проспектах эмиссии";

часть шестую после слов "нового выпуска" дополнить словами "путем открытой подписки".

17. В статье 25:

часть вторую дополнить подпунктом "5" следующего содержания:

"5) иные сведения, предусмотренные нормативными актами Федеральной комиссии.";

часть четвертую дополнить предложением следующего содержания изложить в следующей редакции:

"Регистрирующий орган обязан зарегистрировать отчет об итогах выпуска ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в регистрации не позднее, чем через 15 дней с момента его получения. Регистрирующий орган несет ответственность за полноту зарегистрированного отчета об итогах выпуска ценных бумаг, но не за его достоверность."

дополнить частями пятой и шестой следующего содержания:

"Отчет об итогах выпуска составляется в двух, а в случае, если ведение реестра осуществляет реестродержатель, - в трех экземплярах. Один экземпляр хранится в регистрирующем органе, второй - у эмитента, а третий передается на хранение реестродержателю.

Совершение любых сделок с размещенными ценными бумагами до государственной регистрации отчета об итогах их выпуска и их полной оплаты запрещается."

18. Статью 28 изложить в следующей редакции:

"Статья 28. Удостоверение прав на ценные бумаги

Права владельцев на предъявительские ценные бумаги удостоверяются сертификатом.

Права владельцев на именные ценные бумаги удостоверяются данными реестра или данными счета депо."

19. Статью 29 изложить в следующей редакции:

"Статья 29. Переход прав на ценные бумаги и осуществление прав, закрепленных ценными бумагами

1. Право на предъявительскую ценную бумагу переходит к приобретателю:

в случае, если ее сертификат находится у владельца, - в момент передачи этого сертификата приобретателю;

в случае, если учет прав на нее ведется депозитарием, - в момент зачисления ее на счет депо приобретателя в депозитарии или в момент выдачи ее сертификата приобретателю.

Право на именную ценную бумагу переходит к приобретателю в момент зачисления ее на лицевой счет приобретателя в реестре или в момент зачисления ее на счет депо приобретателя в депозитарии.

Права, закрепленные ценной бумагой, переходят к ее приобретателю в момент перехода прав на эту ценную бумагу.

2. Права, закрепленные предъявительскими ценными бумагами, осуществляются предъявителем сертификатов этих ценных бумаг.

3. Права, закрепленные именованными документарными ценными бумагами, осуществляются лицами, указанными в сертификате этих ценных бумаг, при условии совпадения их имен (наименований) с данными реестра.

В случае хранения сертификатов именованных документарных ценных бумаг в депозитариях, права, закрепленные этими ценными бумагами, могут осуществляться на основании предъявленных этими депозитариями сертификатов ценных бумаг, с приложением списка их владельцев. Права, закрепленные этими ценными бумагами, осуществляются лицами, указанными в списках депозитария.

Права, закрепленные именованными бездокументарными ценными бумагами, осуществляются владельцами, указанными в реестре.

В случаях, когда в соответствии с Федеральным законом "Об акционерных обществах", права, закрепленные акциями, осуществляются лицами, включенными в соответствующий список, а также в случае, когда в соответствии с решением о выпуске права, закрепленные именованными облигациями, осуществляются лицами, включенными в соответствующий список, права, закрепленные такими ценными бумагами, осуществляются лицами, включенными в указанные списки.

4. О совершенных сделках по приобретению иностранными владельцами ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, сторонам по сделке надлежит уведомлять Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг.

О совершенных сделках по приобретению российскими владельцами ценных бумаг, выпущенных иностранными эмитентами, сторонам по сделке также надлежит уведомлять Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг.

5. Подлинность подписи физических лиц на документах, являющихся основанием для перехода прав на ценные бумаги (за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации), могут быть заверены нотариально или профессиональным участником рынка ценных бумаг."

20. В статье 30:

абзац второй подпункта 2 части пятой изложить в следующей редакции:

“бухгалтерский баланс с пояснительной запиской, отчет о прибылях и убытках и отчет о движении денежных средств по установленным формам на конец отчетного квартала”;

часть седьмую дополнить абзацем следующего содержания:

“иные сведения, предусмотренные нормативными актами Федеральной комиссии.”;

дополнить частью двенадцатой следующего содержания: “Профессиональные участники рынка ценных бумаг раскрывают иную информацию в объеме и порядке, установленных Федеральной комиссией”.

21. В статье 39:

из части первой слова “указанные в главе 2 настоящего закона”, исключить;

часть четвертую исключить.

22. В статье 40:

часть пятую дополнить словами: "(региональные отделения)";

часть шестую изложить в следующей редакции:

“Особенности эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг устанавливаются федеральными законами.”.

23. В части первой статьи 42:

в подпункте 2 слова "регистрации эмиссии" заменить словами "регистрации выпусков ценных бумаг";

подпункт 3 части первой изложить в следующей редакции:

"3) регулирует профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг";

подпункт 4 изложить в следующей редакции:

"4) устанавливает обязательные требования к операциям с ценными бумагами и финансовыми инструментами, условия допуска ценных бумаг к публичному размещению, допуска ценных бумаг и финансовых инструментов к обращению, листингу, расчетно-депозитарной деятельности. Правила ведения бухгалтерского учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг, правила ведения бухгалтерского учета ценных бумаг и финансовых инструментов иными организациями, правила составления бухгалтерской отчетности эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг устанавливаются по согласованию с Федеральной комиссией";

изложить подпункт 5 в следующей редакции:

"5) устанавливает обязательные требования к осуществлению деятельности по ведению реестра, а также квалификационные требования к персоналу эмитента, осуществляющему ведение реестра";

дополнить подпункт 6 словами "стандартов и требований, установленных Федеральной комиссией";

дополнить подпункт 8 после слов "ценных бумаг" словом "приостанавливает";

подпункт 13 изложить в следующей редакции:

"13) устанавливает требования к собственному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг - юридических лиц, квалификационные и иные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг - физическим лицам, квалификационные и иные требования к руководителям, членам органов управления и персоналу профессиональных участников рынка ценных бумаг - юридических лиц, а также другие требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг";

дополнить подпунктом 22 следующего содержания:

"22) устанавливает порядок образования страховых и гарантийных фондов на рынке ценных бумаг";

дополнить подпунктом 23 следующего содержания:

23) определяет перечень информации, раскрываемой эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также устанавливает порядок ее раскрытия";

дополнить подпунктом 24 следующего содержания:

"24) осуществляет иные функции в соответствии с федеральными законами и иными правовыми актами Российской Федерации.".

24. В статье 44:

дополнить подпункт 4 после слов "о ценных бумагах" словами "стандартов и требований, установленных Федеральной комиссией";

изложить подпункт 5 в следующей редакции:

"5) в случае неоднократного или грубого нарушения саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации, стандартов и требований, установленных Федеральной комиссией, приостановить действие или аннулировать выданную ей лицензию;"

подпункт 6 после слов "организовывать или" дополнить словами "самостоятельно или";

подпункт 7 изложить в следующей редакции:

"7) направлять эмитентам, профессиональным участникам рынка ценных бумаг, саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг и иным лицам, установленным законодательством Российской Федерации, обязательные для исполнения предписания, а также требовать от них представления документов, необходимых для решения вопросов, находящихся в компетенции Федеральной комиссии;"

в подпункте 10 слова "на право совершения операций с ценными бумагами" заменить словами "Федеральной комиссии";

в подпункте 11 слово "нормативы" заменить словом "требования";

дополнить подпунктом 12 следующего содержания:

"12) осуществляет иные права в соответствии с федеральными законами и иными правовыми актами Российской Федерации."

25. Абзац первый статьи 48 изложить в следующей редакции: Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее - саморегулируемая организация) является некоммерческая организация, представляющая собой профессиональное объединение, основанное на обязательном членстве лиц, являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Членами саморегулируемой организации могут быть также лица, желающие стать профессиональными участниками рынка ценных бумаг".

26. Статью 49 дополнить частями следующего содержания:

устанавливать ответственность своих членов за нарушение законодательства Российской Федерации о рынке ценных бумаг, устава и внутренних документов саморегулируемой организации, включая штрафы, а также привлекать их к ответственности;

представлять интересы своих членов в суде, арбитражном суде, третейском суде".

27. В статье 50:

в части второй слова "разрешения, выданного" заменить словами "лицензии, выданной", слово "разрешение" заменить словом "лицензия";

в части третьей слово "разрешения" заменить словом "лицензии";

дополнить абзац первый части шестой после слов "в настоящей статье" словами "а также предусмотренных нормативными актами Федеральной комиссии".

28. Последний абзац пункта 2 статьи 51 изложить в следующей редакции:

"В случае нарушения профессиональным участником рынка ценных бумаг федеральных законов, иных правовых актов Российской Федерации и установленных Федеральной комиссией требований, предоставления неполной или недостоверной информации, проведение отдельных операций,

осуществляемых в соответствии с выданной лицензией, может быть приостановлено Федеральной комиссией на срок до 6 месяцев."

Статья 2. Настоящий Федеральный закон вступает в силу со дня его официального опубликования.

Приложение 2.

Комментарий к проекту Федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг"

Федеральный закон "О рынке ценных бумаг", вступивший в силу 25 апреля 1996 г., заложил основы функционирования и регулирования российского рынка ценных бумаг, определил требования к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, их обязанности и ответственность, установил общие требования к порядку и условиям размещения эмиссионных ценных бумаг, а также заложил основы государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Практика применения данного закона выявила в нем целый ряд существенных недостатков и противоречий, связанных с отсутствием механизмов защиты прав инвесторов и акционеров, механизмов по контролю за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг, недостаточной конкретизацией ряда положений закона в части раскрытия информации эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Представленный проект содержит положения, направленные на повышение уровня защиты прав и интересов акционеров и других инвесторов, ответственности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг и усиление контроля за их деятельностью со стороны государства с учетом положений Федерального закона "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг", принятого Государственной Думой.

Существенные изменения и дополнения вносятся в статьи 7 и 8 действующего закона, касающейся регулирования депозитарной деятельности и деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, поскольку они регламентируют вопросы учета прав на ценные бумаги и тем самым затрагивают интересы владельцев ценных бумаг. В частности, конкретизировано определение депозитарной деятельности, установлены более жесткие условия зачисления ценных бумаг на счет депо и их списания со счета депо. Конкретизированы требования к депозитарному договору в части

повышения ответственности депозитария, установлен четкий перечень лиц, которым выдается соответствующая информация.

Более четко сформулированы обязанности реестродержателей, предусмотрены более действенные механизмы, обеспечивающие защиту прав инвесторов при ведении реестра.

Проект Федерального закона вносит изменения в процедуру эмиссии ценных бумаг, в частности, конкретизирует правила регистрации выпуска ценных бумаг, ужесточает требования и устраняет существующие внутренние противоречия, связанные с раскрытием информации при размещении и обращении ценных бумаг (статьи 22, 23 и 30 Федерального закона "О рынке ценных бумаг"), ограничивает обращение ценных бумаг до регистрации отчета об итогах их выпуска (статья 25 Федерального закона "О рынке ценных бумаг").

Законопроект устраняет существующие противоречия, в том числе с Федеральным законом "Об акционерных обществах", в части удостоверения прав на ценные бумаги и порядка перехода прав на ценные бумаги и прав, закрепленных ценными бумагами (статьи 28 и 29 Федерального закона "О рынке ценных бумаг").

В законопроекте в соответствии с принятым Государственной Думой Федеральным законом "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" внесены изменения в статьи 42 и 44 действующего закона в части полномочий Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Необходимо заметить также, что целый ряд вопросов, связанных с усилением инфорсмента, прозрачности рынка и защиты прав инвесторов, уже нашел свое отражение в указанном законе "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" (соответственно, эти поправки не нашли свое отражение в предложенных поправках к закону «О рынке ценных бумаг»). Среди наиболее важных положений следует отметить:

- право ФКЦБ проводить публичные слушания по вопросам исполнения и совершенствования законодательства о рынке ценных бумаг (ст. 10);
- право ФКЦБ выдавать предписания, в том числе касательно запрета осуществления отдельных видов профессиональной деятельности сроком до 6 месяцев (ст. 11);

- право ФКЦБ налагать штрафы (ст. 12) на должностных лиц до 200 МРОТ, на юридических лиц и индивидуальных предпринимателей до 10 000 МРОТ;
- право ФКЦБ обращаться в суд с исками и заявлениями (ст. 14) в целях защиты интересов частных инвесторов и государства;
- право СРО создавать компенсационные и иные фонды (ст. 17);
- легитимизация на уровне закона программы выплаты компенсаций инвесторам из федерального компенсационного фонда (ст. 19).