8.6. САМОРЕГУЛИРУЕМЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИИ: АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ

Володин С.Н., к.э.н., доцент,
департамент финансов;
Федорова Е.П., студент, департамент финансов

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Данная статья посвящена анализу функционирования саморегулируемых организаций на фондовых рынках Российской Федерации, США и Германии. Авторами рассматриваются существующие различия между ними и особенности участия в регулировании рыночных отношений, раскрывается роль СРО при решении проблем рынка. В ходе анализа выделяются основные недостатки российской системы саморегулирования, в том числе на фоне сравнения с зарубежными фондовыми рынками, и указываются возможные направления улучшения ее функционирования.

Саморегулируемые организации на российском фондовом рынке

Саморегулируемые организации (СРО) на российском рынке появились относительно недавно – в середине 1990-х гг. До этого момента все движения финансовых потоков строго контролировались государством, и возможности частичной передачи функций по регулированию частным организациям не существовало. Однако после мощных приватизационных процессов и общей либерализации рынка такая возможность стала рассматриваться всерьез. Более того, возникла и определенная необходимость появления института саморегулирования на фондовом рынке: это должно было упростить государству задачу по его контролю, а также помочь ему сделать регулирование рынка наиболее эффективным.

Повышение эффективности рыночного регулирования за счет участия СРО происходит по нескольким причинам. Во-первых, члены СРО являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг, активно работают на этом рынке, а значит, напрямую заинтересованы в улучшении его функционирования. Во-вторых, они знакомы со всеми проблемами рынка «изнутри», равно как с его инфраструктурой и образом функционирования, а значит, могут предложить не только эффективные решения обозначенных проблем, но и оптимальные способы реализации этих решений. В-третьих, СРО представляют собой некоммерческие организации, а значит, не стремятся к получению коммерческой выгоды от собственных действий. Их целью является разработка новых стандартов и требований к проведению операций на фондовом рынке, что способствует улучшению общего состояния рынка и повышению доверия его участников друг к другу. Сами же СРО не являются государственными органами и находятся полностью на самообеспечении (т.е. существуют на собственные средства): это, с одной стороны, делает их относительно независимыми от государственного вмешательства, а с другой – позволяет экономить бюджет государства и способствует сокращению бюрократического аппарата.

В связи с такого рода преимуществ СРО по регулированию рынка перед дополнительными государственными органами, к 1995 г. в Российской Федерации была создана определенная правовая база, обеспечившая возможность их появления на отечественном рынке. Гражданский кодекс РФ, Федеральный закон от 1996 г. «О рынке ценных бумаг», а также Временное положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг впервые закрепляли понятие СРО как добровольного некоммерческого объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг. В дальнейшем в федеральных законах «О некоммерческих организациях» от 1996 г. и «О саморегулируемых организациях» от 2007 г. появились более конкретные правила функционирования СРО на российском рынке, были прописаны требования и регламенты их работы, а также их права и обязанности [6, с. 48].

СРО в России могут быть созданы в самых различных формах – как ассоциации, профессиональные союзы и объединения. Однако во всех этих случаях их уставные документы должны полностью исключать возможные положения о дискриминации прав клиентов или членов самой организации, о предоставлении неполной или неправильной информации, об ограничениях здоровой конкуренции на рынке ценных бумаг и т.д. После того как все необходимые для учреждения СРО документы подготовлены и собраны, они передаются в Центральный банк РФ (ЦБ РФ), который выдает организации лицензию на деятельность. Вместе с такой лицензией СРО получает свой официальный статус и права, которые за ним закреплены:

- право на проведение проверок и осуществление контроля над участниками рынка ценных бумаг, а так же на получение полной информации по результатам данных проверок;
- право на разработку соответствующих законам РФ стандартов и норм деятельности профессиональных участников фондового рынка;
- право на разработку учебных планов и программ для сотрудников организаций и профессиональных участников фондового рынка, а также на определение их квалификации и выдачу им квалификационных аттестатов [4, с. 350].

После проведения всех необходимых учредительных процедур и получения лицензии в ЦБ РФ на российском фондовом рынке появляется новая СРО. При этом СРО должна включать по меньшей мере 10 членов – в случае, если количество участников в ней меньше, ЦБ РФ вправе приостановить ее деятельность на 3 месяца. Сегодня на российском рынке существует шесть СРО, в которых состоят около 900 профессиональных участников рынка ценных бумаг. К их основным задачам относятся:

- защита прав и интересов участников рынка;
- разработка и установление правил и стандартов проведения рыночных операций;
- оказание консультационных услуг участникам рынка;

- осуществление контроля над деятельностью участников рынка.

Помимо этих основных задач, каждая СРО в РФ занимается выполнением собственных специфических функций [3, с. 99-105]. Например, Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) разрабатывает и проводит государственные экзамены на получение аттестата профессионального участника фондового рынка.

Некоммерческое партнерство «Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов» (НП НАПФ) проводит анализ негосударственных пенсионных фондов, ведет пенсионные счета негосударственного пенсионного обеспечения и накопительной части трудовой пенсии.

Таким образом, СРО на российском рынке существуют уже на протяжении уже 20 лет, выполняя возложенные на них основные и специфические функции. Однако необходимо отметить, что на отечественном рынке государство все так же играет крайне важную роль и весьма ограничивает возможности СРО по регулированию рынка. Например, СРО не может принимать новые стандарты и правила без предварительного согласования их с ЦБ РФ или министерствами экономики и финансов (согласуются, например, изменения правил допуска ценных бумаг к торговле на бирже и другие наиболее важные решения).

СРО обязаны согласовывать с ЦБ РФ даже собственный бюджет, что напрямую влияет на финансирование их деятельности.

Таким образом, государство очень серьезно доминирует при контроле над фондовым рынком, оставляя за собой последнее слово в принятии решений, и вполне способно влиять на функционирование той или иной СРО. Это является весьма сильной отличительной чертой российской системы саморегулирования от зарубежных.

Для того чтобы определить, насколько эффективна работа данного института на отечественном рынке ценных бумаг в таких условиях, а также выделить его слабые стороны и возможные пути их устранения, рассмотрим особенности функционирования СРО на иностранных рынках.

СРО на рынке США

Впервые СРО появились в Америке в конце XVIII в., после того как в Нью-Йорке заработала фондовая биржа, которая и стала первой СРО: она устанавливала правила входа на свой рынок, а также контролировала соблюдение стандартов проведения операций на нем.

Конечно, на тот момент никто не выделял биржу в отдельную категорию СРО, да и функций, и полномочий у нее было гораздо меньше, чем у современных СРО.

Возможно, ситуация выглядела бы так и сегодня, если бы не глобальный экономический кризис 1929-1940-х гг., названный Великой депрессией и наглядно показавший необходимость глубокого реформирования системы управления и регулирования фондового рынка. Именно в связи с данной необходимостью в 1934 г. в США вышел Закон о фондовых биржах, в котором впервые было выделено понятие «саморегулируемая организация», а также обозначены основные их типы, которые существуют и сегодня (рис. 1).

Рис. 1. Типы СРО в США

Выдачей СРО лицензий на осуществление профессиональной деятельности занимается в настоящее время государственный орган – Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and exchange commission, ***SEC***). Именно ***SEC*** занимается контролем деятельности самих СРО, следит за исполнением ими законодательства и собственных регулятивных правил.

Еще одним достаточно важным моментом, касающимся системы саморегулирования в Соединенных Штатах, в отличие от РФ, является то, что членство в СРО для профессиональных участников рынка фактически обязательно. Несмотря на то, что формально провозглашен принцип добровольности (обязательным является только вступление в Управление по регулированию финансовой индустрии (***FINRA***)), на самом деле регистрация в ***SEC*** в качестве участника рынка вступает в силу только после того как брокер или дилер становится членом одной из ассоциаций или одной из национальных бирж. При этом в случае, если он выбирает биржу в качестве СРО, торговать он имеет право только на ней. Кроме того, членство в определенных СРО является строго обязательным для отдельных групп лиц. Так, например, физические и юридические лица, желающие совершать сделки на американском фьючерсном рынке, обязаны быть членами ***NFA*** – Национальной фьючерсной ассоциации (СРО, регулирующей фьючерсный рынок США). Таким образом, все профессиональные участники рынка в США оказываются вынуждены вступать в ту или иную СРО [2, с. 229-232].

Функции СРО рынка США, также как и в РФ, являются достаточно специализированными, так что каждая СРО отвечает за строго определенную сферу рынка. Например, Управление по регулированию финансовой индустрии (Financial industry regulatory authority, ***FINRA***) занимается лицензированием и проверкой квалификации брокеров, разработкой для них нормативных правил и инструкций. Также и сама биржа в США является СРО. Например, Филадельфийская фондовая биржа (Philadelphia stock exchange, ***PHLX***), выполняя функции СРО, занимается разработкой стандартов проведения операций на бирже, надзором за соблюдением правил торговли и прочим.

Помимо того что в Соединенных Штатах членство в СРО является обязательным условием выхода на рынок, есть еще одна не менее важная черта, отличающая американскую систему саморегулирования от отечественной. Как уже подчеркивалось ранее, в РФ

СРО буквально во всем подотчетны государственным органам: они вынуждены согласовывать с ними все свои действия, все решения и изменения существующих регламентов. Более того, ЦБ РФ вправе отказать СРО в осуществлении этих нововведений без объяснения причин. Таким образом, государство в системе регулирования российского рынка играет гораздо более важную роль, чем СРО. А это делает функционирование СРО гораздо более «тяжелым» и «неповоротливым»: если все важные решения приходится согласовывать с мегарегулятором российского рынка, это сильно усложняет регулятивный процесс. А прохождение различных бюрократических проволочек делает его еще более трудным, а подчас – невозможным.

В Америке же ситуация выглядит абсолютно противоположным образом. Конечно, все нововведения, которые СРО планируют проводить на рынке, должны согласовываться с национальным законодательством и не вступать в противоречие с уже действующими нормативно-правовыми актами (если они не заменяют их). Но при этом доминирующую роль в контроле над рынком играют в этой стране именно СРО: они задействованы во всех областях финансового рынка и в большой мере отвечают за организацию их работы.

В этом отношении Соединенные Штаты являются типичной страной – представительницей англосаксонской модели рынка, которая сочетает в себе умеренный контроль со стороны государства и ярко выраженное влияние институтов саморегулирования. Россия же более приближена к другой – континентальной – модели рынка, для которой характерна более активная роль государственных органов и пониженная степень влияния со стороны СРО.

При этом, несмотря на то что американский фондовый рынок гораздо более развит, чем российский, делать однозначные выводы о том, какая из двух моделей функционирует более эффективно, нельзя. Действительно, в мире существует немало примеров государств с развитыми рынками, функционирующими на основе континентальной модели. Одним из таких примеров является рынок Германии.

СРО на рынке Федеративной Республики Германия

В Германии даже на законодательном уровне отсутствует такое понятие, как «СРО» – основные обязанности по регулированию рынка лежат в этой стране на государстве. Такое положение дел связано с определенными историческими факторами, ведь развитие фондового рынка Германии было связано с периодами резких политических и экономических потрясений, урегулировать которые могло только государство. Такими потрясениями стали для страны, например, Первая мировая война и последовавший за ней сильнейший экономический кризис, затем – Вторая мировая и раскол страны на ФРГ и ГДР. Только в конце 1980-х гг. немецкий фондовый рынок, согласно индексу ***DAX***, начал показывать уверенный стабильный рост. До этого момента его динамика была достаточно непредсказуема (так, после некоторого подъема начала 1970-х гг., в 1984 г. последовало резкое падение, и только затем рынок начал восстанавливаться [5, с. 309]). Затем, после 1992 г., на развитие рынка начали накладывать отпечаток мощные интеграционные процессы, связанные с объединением государств в Европейский союз. В связи с этим были внесены большие изменения в законодательство Германии, чтобы привести ее финансовый рынок в соответствие с общеевропейскими стандартами. Среди прочих были приняты [11, с. 85] такие документы.

1. Закон о стимулировании финансового рынка.
2. Закон о контроле и прозрачности корпоративного сектора.
3. Закон о прозрачности и правилах публикации отчетности.
4. Закон о перекупке и передаче ценных бумаг.

Именно эти нормативно-правовые акты были направлены на борьбу с инсайдерской торговлей, манипулированием ценами и информацией и т.п. Интересно, например, что до этого периода инсайдерская торговля в ФРГ была практически узаконена – в отличие от тех же Соединенных Штатов, где к тому моменту совершение сделок с использованием инсайдерской информации было уже достаточно давно запрещено и сурово наказывалось, в Германии не существовало никаких санкций против инсайдеров. Естественно, в подобных условиях немецкий фондовый рынок не мог быть привлекательным ни для инвесторов, ни для торговцев. Сегодня же финансовый рынок Германии является одной из наиболее развитых торговых площадок мира с высоким уровнем регулирования всевозможных правонарушений.

Исходя из специфики Германии, неудивительно, что в течение всего времени перемен и нестабильности именно государство выполняло роль главного регулятора. На нем лежала задача по управлению рынком, принятию необходимых законодательных актов и контролю над их соблюдением. Подобное положение дел сохраняется и сегодня: государство в лице Федерального управления по надзору за финансовыми услугами (нем. ***BAFIN***) полностью контролирует положение дел на рынке.

При этом, однако, нельзя сказать, что структуры, выполняющие функции СРО в их классическом виде, совсем отсутствуют в Германии. Несмотря на то, что они не выделены в отдельную категорию участников рынка, они все-таки существуют. Так, например, Франкфуртская фондовая биржа не только объединяет профессиональных участников рынка, но и устанавливает определенные барьеры для входа на рынок, стандарты качества проведения операций на нем, а так же осуществляет определенный контроль над их выполнением [9, с. 68].

Еще одна организация – Объединение франкфуртских торговцев ценными бумагами – вообще фактически лицензирует участников рынка, выдавая им разрешения на осуществление профессиональной деятельности на бирже. Таким образом, несмотря на то, что система регулирования фондового рынка в Германии де-юре является одноуровневой, в ней все-таки можно выделить некоторые организации, де-факто выполняющие функции СРО. Тем не менее, очевидно, что институт саморегулирования в этой стране развит далеко не так сильно, как на американском рынке. Более того, он существенно отстает даже от российского.

Однако это вовсе не мешает торговым площадкам в Германии хорошо справляться с провалами рынка –

манипулированием ценами, инсайдерской торговлей, недостатком информации, нарушениями прав инвесторов и акционеров. Собственно, именно эти проблемы являются одними из центральных для функционирования фондового рынка. И насколько успешно регулятивная система с ними справляется – настолько хорошо и слаженно функционирует сам рынок, и профессиональные участники, входящие в его инфраструктуру. Поэтому остановимся на этом чуть подробнее и рассмотрим, как эти проблемы решаются с регулятивной точки зрения на рынках РФ, США и Германии.

Участие СРО в решении проблем раскрытия информации и «прозрачности» рынка

Прежде всего можно отметить различную по трем анализируемым странам степень требуемого раскрытия информации для потенциальных инвесторов и участников торгов. Этот показатель весьма сильно влияет на слаженность работы всего рынка и его прозрачность, поэтому он может использоваться в качестве основополагающего для анализа уровня развития рынка.

Согласно данным, представленным в 2002 г. американским агентством Standard & Poor's [6, с. 26], уровень полноты раскрытия информации в США, Германии и РФ сильно различался: в Соединенных Штатах он составлял 70%, в ФРГ – 58%, в РФ – 34%. Таким образом, РФ оказалась на предпоследнем месте, опередив лишь страны Латинской Америки (31%). США уверенно занимали лидирующие позиции, а Германия оказалась на 3-м месте, пропустив вперед Японию (61%). К 2009 г. положение дел несколько изменилось: степень раскрытия информации в РФ выросла до 52%, однако и остальные страны не останавливались в развитии: в США данный показатель повысился до 78%, в Германии – до 64%. Соответственно относительно данных трех стран все осталось по-прежнему: Америка сохранила свои позиции на первом месте, Германия занимала второе, РФ – последнее, причем с сущес-твенным отрывом.

Среди причин, которыми объясняется лидерство Соединенных Штатов в данном вопросе, можно выделить подробную правовую базу, содержащую широкий ряд нормативно-правовых актов, регулирующих отчетность компаний и степень раскрытия ими важной для инвесторов информации. В данном случае речь идет не только о законах – таких как Закон о трастовом соглашении (1929), Закон Сарбейнса-Оксли (2002) и проч., регулирующих данную проблему на федеральном уровне – но и об огромном количестве законотворческих документов, разработанных и принятых ***SEC*** и СРО. Именно они регулируют уже более узкие области работы с отчетностью компаний, а также сферы пересечения интересов различных участников рынка и проблемы, связанные с ними. Таким образом, именно СРО отводится роль наиболее подробного регулирования фондового рынка США, благодаря чему глубина регулирования весьма высока.

Интересно, что в Германии ситуация выглядит аналогичным образом: на фоне крупных государственных законодательных актов (Закон о бирже, Закон о торговле ценными бумагами и т.д.), на рынке действует множество нормативных актов, принятых организациями – аналогами СРО. Так, в 2004 г. управляющая компания Франкфуртской фондовой биржи создала новую структуру правил раскрытия информации, которая установила достаточно жесткие барьеры для выхода на рынок: теперь отчетность компаний и информация о ее ценных бумагах должны быть максимально прозрачными и доступными.

В РФ же из-за фактического отсутствия у СРО прав на принятие самостоятельных решений, быстрое реагирование на нарушение стандартов отчетности и введение дополнительных требований по отдельным площадкам становится крайне затрудненным или даже невозможным. Более того, перспективы российского рынка здесь представляются не очень хорошими. В 2013 г., в рамках проведения круглого стола по поводу саморегулирования на финансовых рынках, ЦБ РФ были озвучены основные принципы сотрудничества и взаимодействия с СРО. С одной стороны, мегарегулятор обязался в скором времени делегировать СРО часть своих публичных функций, наделить их правом осуществления инспекций в рамках проверки качества совершения операций на рынке, а так же создать некое представительство СРО в самом ЦБ. Однако при этом ЦБ РФ оставил за собой право контролировать основные стандарты и нормы, которые составляют СРО для остальных участников рынка. К таким базовым стандартам относятся, например, стандарты по управлению рисками, стандарты внутреннего контроля и т.п. Другими словами, в отношении установления СРО собственных правил на финансовых площадках ничего не изменилось: без тщательного рассмотрения и одобрения нововведений со стороны ЦБ они не имеют права на подобные меры.

Как результат – можно говорить о том, что курс на сохранение высокой степени влияния государства на фондовом рынке, будет продолжен и в ближайшие годы. Отчасти это может быть оправдано необходимостью принятия жестких регулятивных решений в эпоху разворачивающегося экономического кризиса, как это было ранее в Германии. Но в то же время, это, безусловно, не поможет российскому рынку преодолеть проблему прозрачности, что в свою очередь,будет и дальше влиять самым определяющим образом на все остальные проблемы, связанные с правонарушениями на фондовом рынке.

Роль СРО в борьбе с правонарушениями и недобросовестными сделками на фондовых рынках

Противоправные сделки с использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами представляют собой еще одну проблему современных фондовых рынков, с которыми регуляторы жестко борются. Во всех странах происходит постепенное ужесточение законодательства в этом направлении. Так, в 2002 г. в Германии был принят Закон о приобретении ценных бумаг и поглощениях, который подвел нормативную базу под запрет на совершение сделок с использованием инсайда (ввел за него уголовную от-

ветственность), а также установил правила проведения сделок слияния и поглощения. В Соединенных Штатах, где борьба с данными явлениями началась гораздо раньше, сегодня действуют наиболее жесткие законы: за сделки с использованием инсайда можно получить до 10 лет тюремного заключения. РФ, пусть и с некоторым опозданием, идет по пути зарубежных коллег: в 2010 году впервые было законодательно закреплено определение понятие «инсайдер», а сама инсайдерская торговля и распространение инсайдерской информации в СМИ было приравнено к уголовному преступлению.

Конечно, с одной стороны, именно суровое законодательство может служить объяснениям тому, что в Америке проблема инсайдерской торговли и манипулирования ценами на сегодняшний момент решена в большей степени, чем в ФРГ или в РФ [12, с. 395]. Однако, например, в Германии после ужесточения наказаний против подобных явлений, их количеств хоть и снизилось, но не настолько, как в США. Поэтому причины снижения случаев инсайдерской торговли и манипулирования ценами кроются не только в ужесточении наказаний.

Так, в Соединенных Штатах действует система поощрения информаторов, докладывающих в ***SEC*** о случаях инсайдерской торговли. Именно Комиссия по ценным бумагам занимается определением случаев инсайда и вознаграждает сообщивших о них. Причем сумма вознаграждения выплачивается из штрафа, накладываемого на нарушителя, и может составлять до 10% от его величины. В общей сложности, например, только за 2012 г. общая сумма, которую ***SEC*** выплатила информаторам, составила более 115 млн. долл. США [11, с. 9].

Не менее важно и то, что в Америке ***SEC*** тесно сотрудничает с национальными СРО по данному вопросу. Во-первых, саморегулируемые организации также исполняют роль информаторов, отправляя на рассмотрение комиссии все сделки, в которых они заподозрят инсайдерскую составляющую. В их распоряжении находятся различные статистические модели и автоматизированные системы, которые позволяют нестандартные отклонения рыночных цен от нормальных. К числу таких систем относятся следующие основные три. Первая – система регистрации простых отклонений, которая позволяет зафиксировать резкий отскок показателя от его средней величины в абсолютном значении. Вторая – система, использующая принципы статистического анализа, с помощью которой можно учесть не только отклонение от средней величины, но и насколько это отклонение соответствует сезонным или общим внутридневным колебаниям. Кроме того, в США функционирует система, основанная на использовании нескольких методов анализа информации с применением экспертных технологий – комплексная технологическая модель [9, с. 2].

И в этом плане рынок США является очень хорошо развитым. Для сравнения: из всех трех описанных систем мониторинга на рынке Германии действуют только первые две, а в РФ – всего одна, просто фиксирующая отклонения от среднего показателя, к тому же выдавая весьма много ошибочных сигналов, так что работать с ней весьма затруднительно. И здесь также прослеживается недостаток свободы и уровня развития СРО: в США, где он существенно выше, для разработки и поддержания таких систем нанимаются высококлассные специалисты, которые формируют модели высокого уровня. В РФ государственный регулятор из-за тяжелого бюрократического аппарата не направляет достаточных усилий в развитие данных технологий. К тому же СРО, которые могли бы взять эту функцию на себя, урезаны в финансировании. А поскольку получение больших средств от наложения больших штрафов на инсайдеров и манипуляторов в РФ невозможно, то и финансирование систем обнаружения подобных сделок весьма затруднительно.

Во-вторых, у американских СРО есть более широкие полномочия, позволяющие влиять на эмитентов и контролировать выполнение ими правовых норм. К таким полномочиям относятся право требовать финансовую отчетность компаний и право проведения проверок и аттестаций работников, которые проводятся с достаточной регулярностью и являются обязательными для всех сотрудников. Последнее полномочие особенно важно, так как позволяет оценить осведомленность разных участников рынка и не допускать на него лиц, замеченных в совершении неправомерных сделок. У российских СРО хоть и есть право запрашивать финансовую информацию у эмитентов, но санкции в этой сфере фактически не действуют, поэтому исполнение данных полномочий для СРО затруднительно.

И последний важный момент – в компетенцию СРО на американском рынке входит наложение собственных дисциплинарных взысканий на участников торговли, подозреваемых в использовании нечестных методов. В РФ такой подход реализовать весьма непросто как ввиду низкого уровня развития доказательной базы (систем отслеживания нарушений и т.п.), так и законодательного регулирования, которое могло бы позволить привлекать нарушителей к ответственности за противоправные действия.

Итак, можно отметить, что в РФ пока нет такой развитой системы взаимодействия СРО и государства по решению вопросов манипулирования и раскрытия информации участниками рынка. И все же их совместная работа понемногу начинает налаживаться: например, СРО принимали активное участие в обсуждении нового закона об инсайдерской торговле, а также в разработке стандартов по предотвращению, выявлению и пресечению неправомерного использования инсайдерской информации. Данные стандарты, подготовленные Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР), призваны способствовать адаптации участников рынка к новому законодательству и созданию мощной защиты против утечки информации. Помимо этого, в 2012 г. НАУФОР выиграла конкурс среди остальных СРО, который позволяет ей участвовать в разработке методов модернизации отчетности профессиональных участников фондового рынка и мер воздействия государственного регулятора на нарушителей приятых нормативов [10, с. 15]. Поэтому в ближайшие годы можно ожидать не-

которых положительных сдвигов в этом направлении.

Пути улучшения функционирования СРО на российском рынке

Итак, на основе проведенного анализа были обозначены основные отличия систем саморегулирования на рынках РФ, США и Германии. Сопоставление данных стран по разным параметрам, касающимся регулирования рынка, позволило выделить положительные и отрицательные качества каждой модели саморегулирования, присущей этим трем странам. Очевидно, что российской модели саморегулирования на фоне США и Германии присущи существенные недостатки, и справиться с ними может помочь как раз опыт данных стран. По мнению авторов, для улучшения текущей ситуации на российском рынке, следует вести работы по следующим основным направлениям.

Первое. Прежде всего представляется необходимым создание широкой структурированной правовой базы с указанием конкретных прав и обязанностей СРО. Это необходимо не только для обеспечения лучшего правового положения СРО, но и для повышения эффективности их функционирования. Должны быть четко прописаны все полномочия СРО, а так же требования к ним самим с полным исключением возможных противоречий правовых актов разных уровней друг другу (на сегодняшний момент такие противоречия прослеживаются неоднократно, например, относительно добровольности вступления в СРО и многим другим вопросам).

Второе. Необходимо четкое разграничение областей, в которых доминирует государственное влияние, и тех, где ведущую роль играют СРО. Так, например, за государственным регулятором остается право полного надзора за деятельностью СРО и выдачи организации обязательных к выполнению предписаний, если она неполноценно выполняет свои функции. Однако государственные санкции не должны касаться членов СРО в том случае, если они уже понесли наказание, предписанное внутренними инструкциями СРО (если речь не идет, конечно, об уголовном преступлении).

СРО должны согласовывать все изменения в стандартах, которые они хотят использовать на рынке, а также свои внутренние правила с государственным регулятором. При этом, однако, в случае отказа в принятии предлагаемых новых норм государственный орган должен четко обосновывать причину отказа. Кроме того, подобное право должно быть закреплено и за самими СРО, о чем уже говорилось ранее.

Вопросы внутреннего распорядка – например, бюджет СРО – должны раскрываться не в обязательном порядке, а либо в связи с добровольным пожеланием самой организации, либо при исключительном требовании государственных органов. Все же бюджет СРО складывается в основном из вкладов в него ее членов, и то, на что он потратится, также является внутренним вопросом организации, на который государство должно оказывать минимальное влияние.

Третье. Для борьбы с инсайдерской торговлей и манипулированием ценами необходимо создание базы членов СРО с полным описанием их деятельности, обновляемой регулярно в течение какого-либо промежутка времени (например, раз в квартал) – по аналогии с тем, как такая система функционирует в США.

В случае самостоятельного выявления СРО нарушений лицензионных требований или пруденциальных нормативов со стороны ее членов, организация должна иметь право на собственные меры пресечения, а также на ходатайство об отзыве лицензии в государственные органы. Кроме того, возможно определенное наказание для СРО, которые не сумели вовремя заметить, что один из их членов ведет противоправную деятельность – в виде крупного штрафа, ограничения деятельности остальных членов или всей организации на определенный период.

Такие меры заставят участников СРО внимательнее реагировать на поведение друг друга и следить за тем, чтобы оно находилось в рамках принятых норм и законов. В конце концов, именно СРО должны квалифицировать и оценивать деятельность профессиональных участников рынка, тем более если они являются ее членами, а также решать вопрос о проведении персональной аттестации.

Четвертое. В рамках наращивания сотрудничества государства и СРО для согласования стандартов и норм на рынке, а также быстрого и эффективного взаимодействия между ними необходимо обеспечить присутствие представителей СРО в ЦБ РФ. Для выполнения этих задач наиболее разумным является предложение НЛУ о том, чтобы орган коллегиального управления государственного мегарегулятора на 50% состоял из представителей саморегулирующих организаций [5, с. 2].

Кроме того, эксперты СРО должны участвовать в разработке советов по работе с конкретными сегментами финансового рынка, поскольку они являются их активными участниками и знакомы с особенностями их функционирования. По мнению специалистов НЛУ, следует сформировать так называемые Советы по сегментам финансового рынка, члены которых должны участвовать в обсуждении его проблем. Такие советы будут обладать правом рассмотрения всех готовящихся к принятию правил и норм, а так же правом возражения против их принятия и направления своих аргументов в мегарегулятор. При этом их возражения должны остаться не просто требованиями на бумаге, но иметь за собой вполне конкретные последствия вплоть до отсрочки вступления их в силу.

Наконец, необходимо присутствие представителей саморегулирования в административных органах мегарегулятора. Такая система позволит СРО и государству взаимодействовать на самых разных уровнях: как в вопросах регулирования рынка, так и по контролю над ним, и улучшению его общего состояния.

Пятое. Наконец, необходимо расширить систему саморегулирования по всем областям финансового рынка с дифференциацией регулятивных функций и регулятивной нагрузки СРО в зависимости от операций, которые они проводят. В этом вопросе вполне можно опираться на опыт американских СРО. После появления ***FINRA*** регулятивная функция многих из них (например, бирж) разделилась на регулирование рынка и регулирование деятельности собственных членов. Многие СРО в тот момент решили, что лучше выполнять какую-то одну из этих функций – ведь помимо

этого они несут ответственность за соответствие собственных правил и стандартов общефедеральному законодательству, а также за соответствие курируемых компаний правилам и стандартам листинга. Вследствие этого часть национальных фондовых бирж передали функции по надзору за своими членами ***FINRA***, оставив за собой общий контроль над рынком. В данной ситуации фокусировка на определенных, не очень широких функциях помогает улучшать качество их выполнения, в то время как распыление небольшой организации (например, биржи) на множество крупных задач не позволяет выполнить хорошо ни одну из них.

Итак, по мнению авторов, проведение комплекса административно-правовых и организационных мер в данных направлениях, безусловно, позволят российской системе саморегулирования преодолеть имеющиеся недостатки. За введением данных мер последует и оздоровление всего рынка в целом, поскольку их реализация позволит быстрее и эффективнее решить наиболее важные проблемы, свойственные российскому фондовому рынку – низкое раскрытие информации, манипулирование ценами, инсайдерскую торговлю и ряд других.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как показал проведенный анализ, институт саморегулирования может стать важным и действенным помощником государства в вопросах управления рынком и контроля над ним. Однако для того чтобы это произошло на российском рынке, необходимо провести ряд мер, направленных на усиление саморегулирования и повышение его внутренней эффективности. За счет этого российский фондовый рынок может стать более привлекательным как для отечественных, так и для зарубежных инвесторов. А в эпоху развивающегося экономического кризиса, это является крайне важным направлением обеспечения жизнеспособности российского финансового сектора в целом, и позволит ему лучше преодолеть различные внутренние и внешние неблагоприятные ситуации.

Очевидно, что улучшение работы СРО в РФ возможно – и для грамотной реализации данного процесса обязательно следует использовать опыт зарубежных стран, где саморегулирование существует более длительное время. За счет этого можно проводить необходимые изменения в более сжатые сроки и избегать различных ошибок, что позволит российскому рынку стать полноправным участником мировой финансовой системы.

Литература

1. Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 12 июля 1995 г. №3 [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Аболонин Г.О. Дисциплинарное производство саморегулируемых организаций – на острие конфликта [Текст] / Г.О. Аболонин // Проблемы дисциплинарного производства саморегулируемых организаций. – М. : Волтерс-Клувер, 2010 – 232 с.
3. Гаврилов А.Е. и др. Рынок ценных бумаг (технический анализ) [Текст] / А.Е. Гаврилов, В.А. Логинова, Ю.А. Баянова, Т.А. Смелова // Саморегулируемые организации. – М. : ВолгГТУ, 2006. – С. 99-105.
4. Золотарев В.С. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие / В.С. Золотарев. – Ростов н/Д : Феникс, 2000. – 350 с.
5. Коршунова Н.М. Рынок ценных бумаг и биржевое дело [Текст] / Н.М. Коршунова, Е.Ф. Жукова // Рынок ценных бумаг Германии / под ред. Дегтяревой О.И. – М. : Юнити-Дана, 2004. – 309 с.
6. Обзор методологии и результатов исследования [Текст] / Standard & Poor's. – 2002. – 27 с.
7. Роль и функции СРО в системе регулирования финансового рынка Российской Федерации [Электронный ресурс] // Национальная лига управляющих. Режим доступа: http://www.nlu.ru/
8. Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Германии [Текст] / Б.Б. Рубцов // Портфельный инвестор. – 2008. – №7-8.
9. Салахутдинов В. Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт [Текст] / В. Салахутдинов, Э. Астанин // Рынок ценных бумаг. – 1999. – №6. – С. 2.
10. Сравнительный анализ определенных вопросов регулирования рынка ценных бумаг в РФ, Германии, США и Великобритании [Текст] / The Boston Consulting Group. – М. : The BCG, 2007. – 15 с.
11. Хугати З.Ю. Фондовый рынок Германии в условиях европейской интеграции [Текст] / З.Ю. Хугати // Пр. рег. фондовых рынков ФРГ и стран Европейского союза. – М. : ИМЭМО РАН, 2005. – 85 с.
12. Чиркова Е.В. Инсайдерская торговля на российском фондовом рынке перед объявлениями о сделках по слияниям и поглощениям [Текст] / Е.В. Чиркова, Г.Р. Агамян // Экономический журнал ВШЭ. – 2015. – №3.
13. FY Годовой отчет по ознакомлению с программой Додда-Франка [Текст]. – 2012. – 9 с.

Ключевые слова

Фондовый рынок; регулирование; саморегулируемые организации; развитие финансовых рынков; англосаксонская модель рынка; континентальная модель рынка; манипулирование ценами; инсайдерская информация.

Володин Сергей Николаевич

Федорова Елизавета Павловна

РЕЦЕНЗИЯ

Статья Володина С.Н. и Федоровой Е.П. посвящена комплексному анализу системы саморегулирования на рынках Российской Федерации, США и Германии. Авторами рассматривается история возникновения и развития саморегулирования, различные аспекты влияния саморегулирующих организаций (СРО) на функционирование рынков, актуальные проблемы их деятельности и другие связанные вопросы.

На сегодняшний день СРО выполняют важную роль на рынке, активно помогая ему справляться с возникающими проблемами, которых сейчас наблюдается немало. Как результат – возрастает гибкость рынка, улучшаются его возможности преодолевать кризисные и сложные экономические ситуации. При этом наблюдаются не только положительные, но и отрицательные аспекты влияния саморегулирования. К примеру, в США именно активное саморегулирование и низкий государственный контроль за функционированием рынка можно считать одной из причин разразившегося в 2007-2009 гг. финансового кризиса. Поэтому анализ различных моделей саморегулирования рынков сегодня является как никогда важным и актуальным.

В представленной статье авторами описываются основные особенности саморегулирования на рынках РФ, США и Германии, выделяются схожие аспекты и главные различия между ними. На основе разностороннего анализа данных рынков авторами делается оценка текущего состояния национальной системы саморегулирования и перспектив ее развития в будущем. Также предлагается ряд рекомендаций по улучшению российской системы саморегулирования, показываются основные меры, которые могут быть приняты для решения текущих проблем в этой сфере.

В ходе анализа авторами проведен анализ большого количества источников, в том числе законодательных актов, используется релевантная статистическая информация. Поэтому полученные выводы являются хорошо аргументированными и подкрепленными фактическими данными, что говорит об их надежности и достоверности. Статья Володина С.Н. и Федоровой Е.П. может быть рекомендована к публикации.

Берзон Н.И., д.э.н., профессор Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ