

УДК 338

ЦВИЖБА Милана Беслановна,
аспирант, кафедра биржевого дела и ценных бумаг,
г. Москва, Россия
milana2303@gmail.com

TSVIZHBA Milana Beslanovna,
Postgraduate Student, Chair of exchange business and
securities, Moscow, Russia
milana2303@gmail.com

**СИСТЕМА РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА
ЦЕННЫХ БУМАГ США. ВОЗМОЖНОСТЬ
ПРИМЕНЕНИЯ ЗАРУБЕЖНОГО ОПЫТА В
БОРЬБЕ С НЕПРАВОМЕРНЫМИ
ПРАКТИКАМИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ
РОССИИ**

**THE USA'S SYSTEM OF REGULATION OF
SECURITY MARKET AND WAY TO USE THEIR
EXPERIENCE AT SECURITY
MARKET OF RUSSIA**

В данной статье проанализирована система регулирования инсайдерской торговли в США. А также рассмотрена возможность применения зарубежного опыта в отечественной практике регулирования инсайдерской торговли. Автор уделяет внимание как нормативно-правовой стороне вопроса, так и системе выявления и пресечения правонарушений практик на рынке ценных бумаг. Система мониторинга рынка с целью выявления подозрительных сделок в США весьма сложна, однако ее эффективность доказана многолетним опытом и успехом системы США в борьбе с правонарушительными практиками.

In this article analyzes the USA's system of regulation of security market and insiders trading as well. And also considered the possibility of using foreign experience in domestic practice of insider trading regulation. The author focuses as on the regulatory framework side of the issue, and the system detect and prevent unlawful practices in the securities market as well. The system of market monitoring in order to detect suspicious transactions in the United States is very complicated, but its effectiveness is proven years of experience and success of the US in the contractions against unlawful practices.

Ключевые слова: инсайдерская информация, инсайдер, Комиссия по ценным бумагам и биржам, манипулирование рынком, мошенничество на финансовом рынке, ценообразование, правонарушение использование инсайдерской информации, привлечение к ответственности.

Keywords: insider, insider information, Securities and Exchange Commission, SEC, unlawful use of insider information (insider trading), framework operating, bringing to liability.

Проблема регулирования инсайдерской торговли и манипулирования рынком в России стоит весьма остро. К сожалению, отечественный рынок не обладает необходимым опытом и практикой в данном вопросе. В связи с этим возникает вопрос о возможности применения зарубежного опыта в борьбе с правонарушительными практиками на рынке ценных бумаг России.

В данной статье автор предлагает провести сравнительную характеристику систем, методов и механизмов регулирования инсайдерской торговли и манипулирования рынком России и США как примера более развитой системы регулирования инсайдерской торговли и манипулирования ценами.

Проблема регулирования инсайдерской торговли в США возникла значительно раньше, чем в России. Этому поспособствовал обвал рынка и наступление Великой депрессии. В 1933, 1934, 1940 гг. в США были приняты законодательные акты, регламентирующие деятельность инсайдеров и всего рынка ценных бумаг в целом. Данные законодательные акты возложили ответственность за регулирование рынка ценных бумаг на Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC).

Комиссия регулирует деятельность фондовых бирж, официально зарегистрированных брокеров и дилеров, инвестиционных компании и инвестиционных консультантов, клиринговых организаций, а также FINRA (бывшая NASD, Национальная ассоциация биржевых дилеров).

Комиссия по ценным бумагам и биржам состоит из следующих департаментов:

- департамент корпоративных финансов (Corporation Finance), занимается проверкой раскрытия информации в отчетности котирующихся компаний;
- департамент инвестиционного менеджмента, занимается надзором фондов и инвестиционных консультантов;
- департамент торговли и финансовых рынков (Trading and markets), занимается контролем за деятельностью саморегулируемых организаций, брокерско-дилерских компаний и инвестиционных компаний;
- департамент планирования, рисков и инноваций;
- департамент правоприменения.

Выявление и пресечение правонарушений сделок на рынке ценных бумаг США возложено на Департамент правоприменения (Division of Enforcement). Также, в зависимости от вида правонарушения, данный департамент вправе внести предложение начать расследование в

отношении конкретной операции, передать дело Административному судье или подать иск в Федеральный суд [5].

В число наиболее распространенных видов правонарушений, в среднем чаще всего фиксируемых Департаментом, входят:

- проведение различных манипулятивных операций на рынке ценных бумаг;
- сокрытие существенной информации о торгуемых ценных бумагах;
- инсайдерская торговля;
- нарушение обязанностей брокеров и дилеров.

Комиссия также осуществляет сбор информации от брокерско-дилерских компаний, организаторов торговли и эмитентов через специальную систему EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System). На основе этой системы вся информация поступает в подразделения Комиссии через телефонные связи и интернет. Система общедоступна, собираемой в ней информацией может воспользоваться любой желающий, войдя на официальный сайт Комиссии.

Противодействие запрещенной торговой практике на рынке Комиссия осуществляет также совместно с ведущими американскими биржами, а также саморегулируемыми организациями, в числе которых Служба регулирования финансовой отрасли, созданная на базе NASD в 2007 г.

В случае выявления неправомерной сделки, а впоследствии и установления факта, что данная сделка является инсайдерской или манипулятивной, Комиссия может ограничить деятельность или лишить лицензии лицо, совершившее данную сделку [1].

Примеры наиболее значимых дел публикуются на официальном сайте организации. За 2012 г. Комиссия рассмотрела 58 гражданских исков, связанных с инсайдерской торговлей, и 35 – в отношении манипулятивных сделок [2].

Было заведено в общей сложности 462 административных дела, из которых только 17 было связано с запрещенными торговыми практиками на рынке ценных бумаг. Это потому, что инсайдерские сделки и отдельные виды манипулирования Комиссия рассматривает путем передачи дела в федеральный окружной суд. Ответственностью за совершение подобного рода сделок являются огромные штрафы и тюремные сроки.

Согласно американскому законодательству, Комиссия выплачивает вознаграждения информаторам, предоставляющим сведения об инсайдерских сделках и манипулировании на рынке. По итогам 2012 г. Комиссия получила информацию о нарушениях на финансовом рынке от 3 001 информатора, из которых 15,2% предоставили сведения о манипулятивных сделках (показатель вырос на 35% по сравнению с прошлым годом), 18,2% – о сокрытиях существенной корпоративной информации. Общий объем вознаграждений, выплаченных информаторам, за 2012 г. составил 115 466 23 долл. США [3].

Автор обращает внимание на отсутствие данного пункта в российском законодательстве. Данный пункт носит двоякий характер: с одной стороны, есть вероятность возникновения вопроса о правдивости доноса со стороны информатора ввиду того, что информатор может подать жалобу на участника торгов, в чьей сделке или ряде сделок у него возникли сомнения, с целью приостановления активности данного участника и получить от этого определенную выгоду. С другой стороны, информатор, участвующий в торгах, может действовать более оперативно в вопросе выявления неправомерных сделок ввиду того, что он видит ситуацию на рынке в момент совершения сделок. Тем не менее, автор считает, что введение данного пункта в отечественное законодательство, действующее в области рынка ценных бумаг, создаст дополнительный барьер на пути совершения неправомерной сделки.

По итогам 2012 г. обязательства Комиссии составили 1 162 млн. долл. США, из которых 933 млн. долл. были направлены на выявления и расследования махинаций на рынке ценных бумаг [5]. Но, несмотря на внушительные финансовые вливания в развитие деятельности этого органа регулирования, множество нарушений по-прежнему остаются нераскрытыми и необнаруженными. В качестве основной причины такого парадокса многие эксперты называют уровень заработной платы, который в разы больше в инвестиционных банках, нежели в Комиссии. Именно поэтому талантливые выпускники престижных университетов крайне редко занимаются выявлением инсайда или манипулятивных операций, а скорее напротив, занимаются усовершенствованием запрещенных торговых практик на рынке.

Далее необходимо обозначить роль СРО в вопросе регулирования рынка ценных бумаг, а в частности противодействия неправомерным практикам на рынке. Законодательство США наделяет СРО значительными полномочиями, в отличие от российского законодательства, в

котором роль СРО носит весьма формальный характер. В ряде случаев контроль СРО оказывается гораздо более эффективным и даже жестким, чем государственный надзор:

- предоставление ежемесячно финансовой отчетности,
- проведение проверок и аттестация сотрудников считаются обязательными требованиями всех крупных саморегулируемых организаций.

FINRA (Financial Industry Regulatory Authority, бывшая NASD), крупнейшая саморегулируемая организация США, располагает несколькими десятками аттестационных экзаменов, и каждый сотрудник фондовых бирж обязан сдавать какое-то количество этих экзаменов в зависимости от своих должностных полномочий и сферы деятельности, как профессиональный участник рынка ценных бумаг. При этом FINRA ведет подробную базу данных всех зарегистрированных сотрудников и не допускает к аттестации лиц, ранее судимых за совершение преступлений на рынке ценных бумаг.

Для более детального анализа системы регулирования и противодействия неправомерным практикам на рынке ценных бумаг США автор считает целесообразным уделить особое внимание системе мониторинга рынка с целью выявления и пресечения неправомерных сделок.

Система мониторинга рынка ценных бумаг

Внедрение автоматизированных систем слежения за рынком США началось с 80-х гг. и проходило весьма успешно. В связи с этим к середине 90-х данными системами пользовались практически все крупные организаторы торгов как США и Европы, так и Азии.

Автоматизированные системы слежения за рынком ценных бумаг состоят из двух функциональных частей:

во-первых, из сигнальной системы, выявляющие необычные изменения ценовых и объемных показателей финансовых инструментов, а также необычные изменения в поведении участников торгов в течение сессии;

во-вторых, из информационно-аналитической системы, помогающие аналитикам интерпретировать полученные сигналы и вынести решение о более детальном расследовании по факту манипулирования ценами или инсайдерской торговли.

Существует ряд показателей, способствующих генерации сигналов о подозрительных сделках (заявках). Они реализуются посредством трех основных технологий:

1. Системы регистрации простых отклонений (Rule based systems)

Сигналы генерируются в тех случаях, когда рыночные показатели финансовых инструментов (цена, объем и количество сделок в единицу времени) отклоняются от своих средних значений на установленную величину, заданную в абсолютном или относительном исчислении.

Подобная практика также используется и на Российском фондовом рынке. Однако в связи с новизной данной практики на отечественном рынке есть вероятность ложных срабатываний.

В данном вопросе важным является оперативность службы надзора за неправомерными сделками, но в связи с тем, что процесс анализа и сортировки полученных данных чрезвычайно сложен, возникает необходимость содержать большой штат аналитиков. Это максимально эффективно в сложившейся ситуации, но в перспективе необходимо усовершенствовать техническую базу отечественных организаторов торгов так, чтобы процесс выявления и пресечения неправомерных практик стал менее трудоемким, объективным и максимально эффективным. В данный момент на ММВБ делается все для усовершенствования данной системы.

В настоящее время системы регистрации простых отклонений являются основным инструментом подразделений надзора на Австралийской, Франкфуртской и других фондовых биржах.

2. Системы, использующие принципы статистического анализа (Statistical Rule based systems)

При генерации сигналов, помимо простых отклонений, могут быть использованы и иные индикаторы, такие как методы статистического анализа. Статистические данные являются наиболее объективными показателями. На их основе можно сделать корректные выводы внутридневных и сезонных колебаний, а также засечь комбинированные события. То есть если рассматривать какой-то отдельный финансовый инструмент и он остается в своих обычных пределах, либо его изменения настолько незначительны, что разглядеть в нем неправомерную сдел-

ку не представляется возможным, то в сочетании они дают необычную картину. Например, операции группы участников, действующих на основе предварительной договоренности. Систему используют специалисты службы надзора NASDAQ. Она получила название SWATs – The Stock Watch and Auto-mated Tracking system.

Применение данной практики на российском рынке также является возможным и целесообразным.

3. Системы, основанные на сочетании различных методов анализа информации с применением экспертных технологий (Complex systems)

Из названия данной системы понятно, что в ее основе лежат предыдущие две системы выявления неправомερных сделок. Объединение этих двух подходов дает возможность более глубокого объективного анализа, на основании чего можно делать достаточно конкретные выводы относительно неправомερных сделок.

Специфика заключается в том, что в основе лежит задача классификации, моделирования и распознавания образов, проявляющихся на графиках торгов, а также экспертных знаний, позволяющих выявить косвенные связи между событиями.

В связи со сложностью данного подхода к анализу неправомερных сделок на рынке ценных бумаг, подобная система недостаточно широко используется, однако известно, что на Нью-Йоркской фондовой бирже ведется работа по их созданию и внедрению на рынок ценных бумаг США. К примеру, автоматизированная система надзора на Нью-Йоркской фондовой бирже носит название ICASS–Integrated Computer Assisted Surveillance System. Она включает в себя два основных модуля: ISIS – Intermarket Surveillance Information System – информационная система, регистрирующая все сделки на важнейших фондовых рынках США, с указанием нестандартных ценовых и объемных отклонений; и ASAM – Automated Search and Match – база, содержащая данные о более чем 800 тыс. руководителей и должностных лиц из 110 тыс. компаний и филиалов, включая также внешних юристов и аудиторов.

В рамках данной системы информация, поступающая из двух подсистем, интегрируется для получения вероятностной оценки того, что необычное поведение финансового инструмента обусловлено инсайдерской торговлей или манипулированием ценами [6].

Как уже упоминалось, помимо системы генерации сигналов специалисты служб надзора располагают информационно-аналитическим инструментарием, используемым для первичного анализа нестандартных ситуаций, возникших на торгах. Обычно для этих целей применяется широкий спектр средств визуализации, а также пакеты статистического анализа и различные информационные базы данных. Автоматизированные системы слежения за рынком – не единственный источник информации для служб надзора. Подозрение на наличие манипулятивных или инсайдерских сделок может быть вызвано жалобами инвесторов, сообщениями СМИ и информацией из других источников.

Следующий немаловажный момент касается полномочий организаторов торговли при выполнении ими надзорных функций. В отечественном законодательстве, да и законодательствах зарубежных стран, полномочия организаторов торгов регламентируются государственными органами регулирования и прописаны в законодательстве, действующем в области рынка ценных бумаг. На зарубежных фондовых рынках, как правило, на организатора торговли возлагаются задачи по выявлению нарушений и проведению предварительного расследования. Подобная практика так же применяется и на российском рынке. Как в отечественной, так и в зарубежной практике, эксперты служб надзора имеют право обратиться к участнику торгов или к эмитенту с официальным запросом о предоставлении необходимой для расследования информации. Так, от участника торгов может быть потребован отчет о мотивах совершения подозрительных сделок либо о содержании клиентских поручений для брокера, а от эмитента – информация о корпоративных событиях, способных повлиять на рыночную цену акций(облигаций). Если в процессе расследования выясняется, что нарушены федеральные законы, то материалы передаются в государственные регулирующие органы, обладающие существенно большими полномочиями.

Данная практика, безусловно, является крайне полезной в вопросе регулирования инсайдерской торговли. Однако она возникает в момент, когда сделка уже совершена и уже оказала влияние на ценообразование отдельных финансовых инструментов или на группу инструментов.

Служба надзора. Численность и степень технической оснащенности службы надзора определяется исходя из тех функциональных обязанностей, которые на нее возложены. Наиболее развиты надзорные подразделения организаторов торговли на фондовом рынке США.

Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже Группа регулирования, на которую возложены надзорные полномочия, насчитывает более 500 человек. Службы надзора большинства европейских и азиатских фондовых бирж, как правило, располагают существенно меньшим количеством сотрудников, что связано, возможно, с большим весом государственных органов в системах регулирования рынков ценных бумаг [4].

В заключение необходимо отметить, что система регулирования рынка ценных бумаг в России значительно усовершенствовалась с момента принятия ФЗ №224 от 27.07.2010 г., однако все еще нет достаточного опыта в регулировании данной деятельности. В данной работе автор сделал акцент на системе регулирования инсайдерской торговли и манипулирования рынком в США, так как невозможно переоценить многолетний опыт США в регулировании рассматриваемого вопроса.

Помимо законодательных и внутрибиржевых механизмов регулирования инсайдерской торговли, в вопросе использования инсайдерской информации таится и этический вопрос. Сложным в данной ситуации представляется объяснение отечественному инвестору, «почему ему нельзя получить выгоду от имеющейся ценной информации». Это проблема возникает в связи с новизной данной проблемы для отечественного рынка. В США также не сразу пришли к пониманию этической стороны данного вопроса, этому способствовала судебная практика в области инсайдерской торговли и манипулирования рынком. Российский рынок, к сожалению, не обладает таким опытом, и государственным органам регулирования, саморегулируемым организациям и организаторам торгов предстоит долгий процесс по воспитанию предпринимательской этики в отечественных инвесторах-инсайдерах.

Несмотря на это, опыт ее работы является самым большим среди всех регуляторов мира. Поэтому система регулирования рынка ценных бумаг США взята за основу во многих странах (включая Россию) и заслуженно признана наиболее эффективной.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ССЫЛКИ

1. Fiscal year 2012 Agency financial report [Электронный ресурс] – Сайт “SEC” (Режим доступа: <http://www.sec.gov/about/secpar/secfr2012.pdf#2012review>).
2. Select SEC and market data 2012 [Электронный ресурс] – <http://www.sec.gov/about/secstats2012.pdf>.
3. Annual Report on the Dodd-Frank Whistleblower Program, FY 2012 [Электронный ресурс] – Сайт “SEC” (Режим доступа: <http://www.sec.gov/about/offices/owb/annual-report-2012.pdf>).
4. Астанин Э., Салахутдинов В. Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт.
5. Худякова Л.С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками // Деньги и кредит. – Июль. – 2011. – С. 65–69.
6. Материалы отчета о предпроектном исследовании ВЦ РАН «Подсистема надзора за финансовыми рынками».

REFERENCES

1. Fiscal year 2012 Agency financial report, [electronic resource] , Website «SEC» - Mode of access: <http://www.sec.gov/about/secpar/secfr2012.pdf#2012review>
2. Select SEC and market data 2012 [electronic resource], <http://www.sec.gov/about/secstats2012.pdf>
3. Annual Report on the Dodd-Frank Whistleblower Program, FY 2012 [electronic resource], Website «SEC», Access: <http://www.sec.gov/about/offices/owb/annual-report-2012.pdf>
4. Astanin E. Salakhutdinov V., «supervision of the securities market. Foreign experience
5. L.S.Hudyakova. International experience in dealing with manipulative transactions , *Money and Credit* , 7, 2011. P. 65-69
6. Materials report on exploratory CCAS «subsystem supervision of financial markets»

Информация об авторе

Цвижба Милана Беслановна, аспирант, кафедра биржевого дела и ценных бумаг, Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова
г. Москва, Россия
milana2303@gmail.com

Получена: 20.10.2014

Information about the author

Tsvizhba Milana Beslanovna, Postgraduate Student, Chair of exchange business and securities, Russian economic University named after G. Plekhanov
Moscow, Russia
milana2303@gmail.com

Received: 20.10.2014