

Статья «Рынок ценных бумаг» №6 - 1999 г.

Надзор за рынком ценных бумаг Зарубежный опыт

Э.В.Астанин, В.Н.Салахутдинов
Московская межбанковская валютная биржа

Регулирующие органы рынка ценных бумаг все больше внимания уделяют защите интересов инвесторов. Это вполне закономерно, так как именно капиталы инвесторов - основной источник развития экономики. В обеспечении равных и справедливых условий как для инвесторов, так и для профессиональных участников рынка ценных бумаг важную роль играют организаторы торговли. Для эффективного выполнения регулятивных функций организаторам торговли необходимо наличие служб надзора, о составных элементах которых пойдет речь в статье.

За счет эмиссии корпоративных ценных бумаг в странах с развитой экономикой финансируется от 10% до 40% общего объема внебюджетных инвестиций, в то время как в России - пока менее 1%¹. Такая относительно низкая эффективность отечественного фондового рынка обусловлена действием целого ряда внешних по отношению к рынку ценных бумаг факторов, затрудняющих привлечение капиталов инвесторов в реальный сектор экономики на данном этапе ее развития. К ним относятся: политическая нестабильность в стране, слабость законодательной базы, защищающей интересы инвесторов, недостаточная развитость инфраструктуры фондового рынка и другие. Наконец, разразившиеся в стране в августе 1998г. финансово-бюджетный и валютный кризисы, которые привели к значительным финансовым потерям инвесторов и, как следствие, кризису их (инвесторов) доверия к рублевым финансовым инструментам. Преодоление действия этих факторов - задача государственных институтов и, прежде всего, Правительства РФ и Банка России.

Вместе с тем, существует также ряд внутренних по отношению к рынку ценных бумаг факторов, оказывающих на рынок негативное влияние и присущих ему независимо от состояния экономики и политической обстановки в стране. К ним относятся манипулирование ценами, торговля с использованием служебной информации, недобросовестные действия брокеров по отношению к своим клиентам и другие нарушения, противодействие которым является одной из форм защиты интересов инвесторов и, следовательно, актуальной функциональной задачей регулирующих органов и организаторов торговли.

В целях противодействия нарушениям на рынках ценных бумаг организаторы торговли разрабатывают соответствующие системы надзора.

Надзор за рынком ценных бумаг - совокупность организационно-технических мероприятий, направленных на своевременное выявление и пресечение нарушений законо-

¹ Вестник экономики, №20, Октябрь 1998г.

дательства о рынке ценных бумаг, нормативных актов государственных регулирующих органов, а также правил и требований иных документов организатора торговли.

Составными элементами систем надзора являются:

- информационно-аналитические средства мониторинга рынков;
- нормативно-правовая база, регламентирующая процедуры проведения организатором торговли во взаимодействии с государственными регулирующими органами расследований выявленных нарушений и принятия санкций в отношении участников-нарушителей;
- функциональное подразделение (службы надзора) в структуре организатора торговли.

Рассмотрим подробнее указанные составляющие:

Системы мониторинга

Первые автоматизированные системы слежения за рынком возникли в США в начале 80-х годов, а к середине 90-х подобными системами обладали практически все крупнейшие организаторы торговли на европейских и азиатских рынках капиталов. Как правило, системы мониторинга на торговых площадках создаются на основе уникальных технологий и не предназначены для тиражирования. При этом организаторы торговли не раскрывают информацию о своих системах, справедливо полагая, что раскрытие такой информации поможет потенциальным нарушителям.

Практически все автоматизированные системы слежения за рынком ценных бумаг состоят из двух функциональных частей. Первая часть - сигнальная система, регистрирующая необычное изменение ценовых и объемных характеристик финансовых инструментов, а также необычные изменения в поведении участников торгов в течение сессии. Вторая часть - информационно-аналитическая система, призванная помочь экспертам интерпретировать полученные сигналы и принять решение о начале расследования по факту манипулирования ценами или инсайдерской торговли.

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 800 000 руководителей и должностных лиц из 110 000 компаний и филиалов, включая также внешних юристов и аудиторов. В рамках ICASS информация, поступающая из двух подсистем, интегрируется для получения вероятностной оценки того, что необычное поведение финансового инструмента обусловлено инсайдерской торговлей или манипулированием ценами. В разработке системы участвовали внешние консультанты из ведущих американских университетов, среди которых были лауреаты Нобелевской премии.

(по материалам отчета о предпроектном исследовании ВЦ РАН «Подсистема надзора за финансовыми рынками ММВБ»)

Системы генерации сигналов о необычных ситуациях на торгах могут быть созданы с использованием трех основных технологий:

1. Системы регистрации простых отклонений (Rule based systems). Сигналы генерируются в тех случаях, когда рыночные параметры финансовых инструментов (цена, объем и количество сделок в единицу времени) отклоняются от своих средних или ранее зафиксированных значений на установленную величину, заданную в абсолютном или относительном исчислении. Основным недостатком таких систем является чрезвычайно высокая вероятность «ложных срабатываний», т.е. выдачи сигналов в случаях, когда не требуется какого либо вмешательства со стороны службы надзора. Таким образом использование систем регистрации простых отклонений предполагает достаточно трудоемкую работу по анализу и сортировке полученных сигналов, что снижает оперативность работы службы надзора и обуславливает необходимость содержать большой штат аналитиков. Несмотря на это, подобные системы получили широкое распространение благодаря простоте использования и возможности оперативного изменения настроек. Насколько нам известно, в настоящее время системы регистрации простых отклонений являются основным инструментом подразделений надзора на Австралийской, Франкфуртской и ряде других известных фондовых бирж.
2. Системы, использующие принципы статистического анализа (Statistical Rule based systems). Помимо простых отклонений при генерации сигнала могут быть использованы различные методы статистического анализа. Подобные системы позволяют корректно учесть характерные внутрисуточные и сезонные ценовые колебания, а также засечь комбинированные события, т.е. случаи, когда ни один из отдельно взятых компонентов не выходит за границы обычного, но в сочетании они дают необычную картину. Примером таких событий могут быть операции группы участников, действующих на основе предварительной договоренности. Подобную систему используют специалисты службы надзора NASDAQ. Она получила название SWATs - The Stock Watch and Automated Tracking system.
3. Системы, основанные на сочетании различных методов анализа информации с применением экспертных технологий. (Complex systems) Работа подобных систем основана на решении задач классификации, моделирования и распознавания образов, а также на использовании экспертных баз знаний, позволяющих учитывать косвенные связи между событиями. По нашей информации, подобные системы пока не нашли широкого применения, однако известно о попытках их создания на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и Американской фондовой бирже (AMEX)

Как упоминалось выше, 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.

Однако автоматизированные системы слежения за рынком не являются единственным источником информации для служб надзора. Подозрение на наличие манипулятивных или инсайдерских сделок может быть вызвано жалобами инвесторов, сообщениями СМИ и информацией из других источников.

Компетенция организаторов торговли при выполнении надзорных функций

Ответ на вопрос о том, какие действия следует предпринять организатору торговли после обнаружения нестандартной ситуации, возникшей на торгах, зависит от распределения надзорных полномочий между организатором торговли и государственными регулирующими органами. На зарубежных фондовых рынках, как правило, на организатора торговли возлагаются задачи по выявлению нарушений и проведению предварительного расследования. При этом эксперты служб надзора имеют право обратиться к участнику торгов или к эмитенту с официальным запросом о предоставлении необходимой для расследования информации. К примеру, 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 оказать влияние на рыночную цену акций (облигаций). В случае, если в процессе расследования выясняется, что имело место нарушение федеральных законов, то материалы передаются в государственные регулирующие органы, обладающие существенно большими полномочиями.

Конгресс США, приняв в 1933, 1934 и 1940 гг. соответствующее законодательство основную ответственность за регулирование рынка ценных бумаг на государственный орган - Комиссию по ценным бумагам и биржам. Однако существенную часть своих функций в области текущего надзора за рынком Комиссия передала СРО, т.е. биржам и NASD. Организаторы торговли вправе осуществлять расследования по фактам выявленных нарушений и готовить дела к слушанию в собственных арбитражных судах. В тех случаях, когда для расследования или принятия мер к нарушителям требуются полномочия государственного органа дела передаются в Комиссию по ценным бумагам и биржам (в первую очередь это относится к случаям инсайдерской торговли)
(по материалам отчета о предпроектном исследовании ВЦ РАН «Подсистема надзора за финансовыми рынками ММВБ»)

На фондовом рынке Германии сложилась несколько иная, отличная от американской, система регулирования. Здесь основными надзорными органами являются Федеральное ведомство по надзору за операциями с ценными бумагами и Государственные земельные комиссариаты, осуществляющие надзор за операциями на биржах, поделенных по территориальному признаку. К примеру, Комиссариат земли Хессен, контролирующей Франкфуртскую фондовую биржу имеет собственную автоматизированную систему слежения за рынком и осуществляет практически весь спектр надзорных функций от выявления фактов нарушений законодательства до подготовки дел к слушанию в судах. Отметим, что в составе Франкфуртской фондовой биржи тоже есть служба надзора, которая интегрирована во все этапы заключения биржевых сделок и осуществляет функции контроля за работой биржевого механизма. В случае обнаружения нарушений законодательства или нормативных актов регулирующих органов служба надзора обязана немедленно информировать Комиссариат, предоставив все необходимые для расследования материалы и изложив свою оценку обстоятельств.
(по материалам Государственного комиссариата при биржах во Франкфурте на Майне)

Служба надзора

Численность и степень технической оснащенности службы надзора определяется исходя из тех функциональных обязанностей, которые на нее возложены. В этой связи наиболее развитыми являются надзорные подразделения организаторов торговли на фондовом рынке США. К примеру 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.

Департамент надзора на Австралийской фондовой бирже был создан в 1989 г. В настоящее время в его работе задействованы 38 сотрудников, разделенных на три отдела. Департамент оснащен автоматизированной системой слежения за рынком SOMA (Surveillance of Market Activity)

В задачи Отдела мониторинга входит непосредственное наблюдение за торгами с помощью автоматизированной системы и анализ информации, поступающей из других источников.

Отдел регулирования и расследований осуществляет процесс расследования и подготовки материалов обвинения, взаимодействуя при этом с участниками рынка, эмитентами и государственными регулирующими органами.

Отдел развития проводит работу по совершенствованию системы мониторинга, а также по изучению и внедрению новых технологий надзора.

(по материалам семинара «Surveillance in a Fully Automated Security Market» Лондон 13.11.97)

Ответить на вопрос: какими должны быть службы надзора у российских организаторов торговли в настоящее время достаточно сложно. С одной стороны, работа по контролю за операциями участников на рынке трудоемка и требует наличие квалифицированных специалистов, с другой – в нынешних условиях не многие торговые площадки могут позволить финансирование проектов, которые теоретически являются “затратными”. Хотя здесь можно привести аргументы, свидетельствующие об обратном: защита рынка от негативного воздействия со стороны недобросовестных участников существенно снизит нерыночные риски. Это позволит привлечь большее число инвесторов, что, в свою очередь, вызовет повышение ликвидности, а с ней авторитета и доходов организатора торговли.

В начале 90-х годов в германском законодательстве не существовало ясных ограничений на манипулирование ценами и инсайдерскую торговлю. Ситуация изменилась после внесения соответствующих поправок в Законы об операциях с ценными бумагами и о биржевой деятельности в июле 1994 г. С начала 1995 г. на германских фондовых рынках начался быстрый рост сводного индекса деловой активности DAX, что, по мнению аналитиков, вызвано притоком международных капиталов, обусловленным законодательной защитой инвесторов от рисков, связанных с манипулированием ценами и другими нарушениями.

(по материалам Государственного комиссариата при биржах во Франкфурте на Майне)

В заключении отметим, что применительно к российскому рынку ценных бумаг, учитывая его нынешнее кризисное состояние, определить рациональную модель построения механизма надзора представляется проблематичным. Тем не менее, учи-

ывая тот факт, что надзор за рынком ценных бумаг со стороны организаторов торговли является общепринятой мировой практикой, работу по его развитию целесообразно осуществлять заблаговременно, совместными усилиями регулирующих органов и профессиональных участников фондового рынка.