

**Федеральное государственное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»**

**На правах рукописи
ББК 65.264.2
В44**

Вилкова Татьяна Борисовна

**КОНФЛИКТЫ ИНТЕРЕСОВ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ
БРОКЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ
БУМАГ И МЕТОДЫ ИХ РАЗРЕШЕНИЯ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и
кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель –
кандидат экономических наук,
доцент
Гусева И.А.

Москва – 2007

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	4
Глава 1. Теория конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг	17
1.1. Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг и основы взаимодействия брокерско-дилерской компании и клиента	17
1.2. Экономические интересы участников рынка ценных бумаг и механизмы поддержания баланса интересов	25
1.3. Понятие конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности	35
Глава 2. Практические аспекты проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности	41
2.1. Предпосылки возникновения и формы проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности	41
2.2. Виды нарушений прав и законных интересов клиентов при осуществлении брокерской деятельности	49
2.3. Способы выявления нарушений прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний	75
Глава 3. Методы урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности в рамках трехуровневой системы	90
3.1. Роль государственных органов в урегулировании конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности	90
3.2. Меры воздействия на негативные проявления конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности, реализуемые саморегулируемыми организациями	120
3.3. Деятельность службы внутреннего контроля брокерско-дилерской компании по недопущению нарушений прав и законных интересов клиентов при осуществлении брокерской деятельности	129
Заключение	144
Библиография	149

Приложения	167
1. Сравнительная характеристика договоров на брокерское обслуживание и состав дополнительных соглашений и документов, необходимых для осуществления брокерской деятельности в интересах клиента	167
2. Классификации связей экономических интересов	172
3. Направления регулирования брокерской деятельности на рынке ценных бумаг с целью недопущения возникновения и снижения негативных последствий проявлений конфликтов интересов	174
4. Требования к осуществлению маржинальных сделок для российских брокерско-дилерских компаний	182

Введение

Экономические и политические реформы, проводимые в нашей стране в последние десятилетия, качественно изменили массовое сознание, заставили людей по-новому относиться к своей экономической роли, осознать себя в иных качествах, в том числе в качестве инвестора. Проводимая в нашей стране массовая приватизация принципиально изменила характер взаимоотношений между экономическими субъектами, привлекла к участию в рынке ценные бумаг значительную часть населения. Однако неподготовленность большей части россиян к условиям рыночной среды, усугубившаяся кризисным положением отечественной экономики, и эйфория от бурного роста различного рода финансовых институтов и возникновения новых финансовых инструментов, привела к горьким разочарованиям середины девяностых годов.

Следует также обратить внимание на изменения, произошедшие в расстановке экономических интересов в российском обществе. Мы полностью разделяем точку зрения Д.Ю. Вишневого, который отмечает, что «прошедшие экономические перемены: разрушение планово-нормативной системы, приватизация, становление рыночных отношений – вывели государство из хозяйственной жизни. Это не могло не ослабить роль и значение государственного интереса в общей системе интересов. Вместе с утратой значимости государственного интереса ослабла и его роль в решении первостепенных экономических вопросов, связанных с устойчивым развитием производства, благоприятным инвестиционным климатом, финансовым благополучием, социальным равновесием жизни общества».¹

В настоящее время на фоне улучшающейся конъюнктуры сырьевых рынков, а также позитивных сдвигов в политической сфере экономика страны постепенно движется к финансовой стабилизации. Растет капитализация

¹ Вишневский Д.Ю. Эволюция системы экономических интересов: понятие, механизм осуществления. – Саратов: Издательство Саратовского университета, 2001. – С.17.

рынка ценных бумаг, происходит укрупнение финансовых посредников, совершенствуется их технология работы, улучшается качество обслуживания клиентов, расширяется перечень инвестиционных инструментов. Доверие инвесторов, в частности, физических лиц, к рынку ценных бумаг медленно восстанавливается.

В этих условиях первостепенной задачей государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг, является недопущение ошибок прошлых лет. На первый план выходит вопрос защиты прав и законных интересов инвесторов.

Защита прав и законных интересов инвесторов представляет собой широкий спектр взаимосвязанных мероприятий, осуществляемых как государственными институтами, так и участниками рынка ценных бумаг. Данные мероприятия призваны стать основой для формирования благоприятного инвестиционного климата в России.

Обсуждение проблем защиты прав инвесторов в нашей стране идет уже второе десятилетие. Основные принципы были сформулированы еще в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008. Однако, несмотря на то, что проблема защиты прав инвесторов заявлена на самом высоком политическом уровне, до сегодняшнего дня нерешенными остаются чисто практические вопросы. По нашему мнению, главная задача при решении данной проблемы состоит в том, чтобы вывести защиту прав инвесторов из области популистских лозунгов и политических заявлений в сферу практических действий. Необходимо формирование комплексной системы защиты прав и законных интересов инвесторов. Подчеркнем, что речь должна идти именно о создании системы защиты прав и законных интересов инвесторов.

Основная причина, по которой положение дел меняется к лучшему недостаточно быстро, состоит в следующем: отсутствует системный научный подход к решению данной проблемы. В настоящей работе содержится

попытка подойти к рассмотрению одного из аспектов проблемы защиты прав и законных интересов инвесторов, к урегулированию конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг.²

Предпринимаемые в настоящее время попытки приблизиться к решению этой проблемы носят непоследовательный характер. Они нашли свое отражение в требованиях и ограничениях, накладываемых регулируемыми органами на осуществление брокерской деятельности на рынке ценных бумаг. Однако государственное регулирование конфликтов интересов участников рынка ценных бумаг, как правило, сводится к принятию санкций за нарушения требований, предъявляемых к осуществлению брокерской деятельности. Применяемый в одиночку, такой подход не может быть эффективным, так как наличие санкций, пусть даже весьма жестких, не может исключить самих нарушений.

Начать исследование необходимо с выявления основных экономических интересов участников рынка ценных бумаг и предпосылок возникновения конфликтов интересов. Как отмечает Н.С. Чернецова, «в модели экономической системы экономические субъекты со своими интересами занимают ведущее положение. Одной из причин игнорирования основной массы экономических субъектов при проведении реформ в России является ограниченность знаний о сущности, механизмах реализации и роли экономических интересов.»³ Осознание интересов экономических субъектов-участников рынка ценных бумаг является ключом к пониманию сущности конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности и способов минимизации их негативных последствий.

² Под термином «брокерско-дилерская компания» в рамках настоящей работы мы будем понимать компанию – профессионального участника рынка ценных бумаг, имеющего лицензию на право осуществления, как минимум, брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг.

³ Чернецова Н.С. Теория и методология исследования экономических интересов. – М.: МИЭМ УЧЛИТВУЗ, 2001. – С.53.

В работах отечественных ученых, посвященных анализу экономических преобразований в нашей стране, отмечается, что в конце XX века в процессе становления рыночных отношений в России произошло глубокое искажение интересов, не была использована их стимулирующая роль в процессе развития экономической системы. В экономической науке справедливо замечено, что трудность перемен и затяжной характер кризисных процессов в российской экономике напрямую зависит от сложившейся системы экономических интересов. Это выражается в том, что складывающаяся система интересов и процесс ее изменения влияют на глубину кризисных ситуаций, определяют результаты социально-экономических изменений. А меняющиеся темпы и качество процессов развития, утрата старых хозяйственных связей и формирование новых, возникновение разных форм собственности влияют на мотивацию поведения хозяйствующих субъектов, а значит – и на соотношение интересов. Все это, в свою очередь, определяет соотношение интересов в системе, направления их взаимодействия, а в целом определяет эволюцию системы экономических интересов.⁴

Актуальность темы

Актуальность исследования определяется, с одной стороны, большой практической потребностью в построении эффективной системы защиты прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний, а с другой стороны, отсутствием комплексной научной и теоретической проработки данного вопроса.

Теоретических исследований экономических интересов участников рынка ценных бумаг проводилось, на наш взгляд, недостаточно. Несмотря на то, что определение термина «конфликт интересов» введено в нормативную

⁴ См.: Вишнеvский Д.Ю. Эволюция системы экономических интересов: понятие, механизм осуществления. – Саратов: Издательство Саратовского университета, 2001. – С.14.

базу уже достаточно давно,⁵ оно имеет ряд недостатков: отсутствует однозначное понимание вопроса о том, что является конфликтом интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг, нет четкого механизма распознавания возникающих конфликтов интересов, способов минимизации их негативных последствий не создано.

Имеющийся практический опыт регулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг не сведен в единую систему, не сформулированы научно обоснованные рекомендации по созданию действенных механизмов защиты прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний.

Как это часто бывает, в период бурного развития той или иной отрасли экономики научная проработка некоторых вопросов запаздывает. Специалисты вынуждены руководствоваться краткими и разрозненными по тематике публикациями в периодических изданиях, освещающими лишь некоторые аспекты проблемы и предлагающими отдельные способы минимизации негативных последствий конфликтов интересов.

В диссертации рассмотрены теоретические аспекты конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг, обобщен практический опыт, накопленный зарубежными и отечественными специалистами по вопросам регулирования конфликтов интересов, предложены способы выявления нарушений прав и законных интересов клиентов, сформулированы направления создания системы защиты прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний.

При проведении исследования автором использовались, как отечественные так и зарубежные источники. При изложении теории экономических интересов мы опирались на труды российских ученых, в

⁵ Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 5 ноября 1998 г. № 44 «О предотвращении конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

частности Д.Ю. Вишневого, А.Г. Здравомыслова, Я.А. Кронрода, Н.С. Чернецовой, Т.В. Чечелевой, в данной области. Вопросы теории агентских отношений рассматривались на базе зарубежного материала. Здесь следует отметить работы американских экономистов М. Дженсена, Р. Коуза, У. Меклинга, С. Росса, а также монографию исландского ученого Т. Эггертссона.

Отдельно проблемы, связанные с конфликтами интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг, ранее не рассматривались отечественными исследователями. Вообще тема конфликтов в экономической сфере, по нашему мнению, разработана российскими учеными недостаточно подробно. Об этом свидетельствует обзор диссертационных работ, защищенных по теме «конфликтология» в период с 1949 по 2000 годы в 16 отраслях знаний. Из 589 работ только 7 – это диссертационные работы по экономике.⁶ За последние годы тема конфликтологии в экономических исследованиях стала развиваться несколько больше. За период с 2000 по 2005 годы 8 диссертационных работ посвящены экономическим конфликтам.⁷ При этом следует отметить, что основная часть диссертаций – это исследования в области трудовых конфликтов. Таким образом, можно сделать вывод о том, что брокерская деятельность в контексте конфликтов интересов участников рынка ценных бумаг рассматривается впервые.

Некоторые аспекты взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента рассматривались российскими учеными. Наиболее значительные исследования в этой области были проведены В.В. Булатовым, Я.М. Миркиным, И.И. Палеес, Ю.С. Сизовым. Вопросы о месте и роли саморегулируемых организаций в деле защиты прав инвесторов, принципах построения системы внутреннего контроля в брокерско-дилерской компании,

⁶ Анцулов А.Я., Прошанов С.Л. Российская конфликтология. Аналитический обзор 607 диссертаций. XX век. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – С.92.

⁷ По данным Российской государственной библиотеки – <http://www.rsl.ru>

создании и функционировании компенсационных фондов на рынке ценных бумаг неоднократно освещались в публикациях руководства и работников саморегулируемых организаций «Национальная фондовая ассоциация» и «Национальная ассоциация участников фондового рынка».

При подготовке настоящей работы широко использовался опыт американских специалистов, в частности, материалы, подготовленные Международным образовательным центром Комиссии по ценным бумагам и биржам США для стажировки по теме «Контроль за проведение операций с ценными бумагами и надзор за рынком».

Цели и задачи

Целью диссертации является решение научной проблемы формирования представлений об экономических предпосылках и формах проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг.

Поставлены следующие задачи:

1. исследовать положения теории экономических интересов и теории агентских отношений применительно к деятельности брокерско-дилерских компаний;
2. усовершенствовать понятийный аппарат по проблемам конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг;
3. исследовать условия функционирования российских брокерско-дилерских компаний и характер построения взаимоотношений брокерско-дилерской компании со своими клиентами;
4. выявить формы проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности;
5. предложить методы выявления негативных последствий конфликтов интересов, выражающихся в нарушениях прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний;

б. выделить уровни урегулирования конфликтов интересов и сформулировать направления деятельности по минимизации их негативных последствий.

Объект исследования – взаимоотношения брокерско-дилерской компании и клиента по поводу оказания брокерских услуг и их экономические интересы.

Предмет исследования – проблематика конфликтов интересов, возникающих во взаимоотношениях брокерско-дилерской компании и клиентов при осуществлении брокерской деятельности.

Методологические основы исследования

При проведении исследования автором применялись общие методы научного познания: методы эмпирического исследования, в частности наблюдение, сравнение и эксперимент; методы анализа и синтеза и методы индукции и дедукции.

Диссертация соответствует специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит». Работа выполнена в рамках п. 4.1 Паспорта специальности.

Источником фактических данных послужила информация о выявленных и/или предотвращенных нарушениях прав клиентов брокерско-дилерских компаний, полученная при проведении проверок российских брокерско-дилерских компаний, а также изучении актов, документов и выводов по результатам проверок российских и американских брокерско-дилерских компаний, проведенных государственными регулирующими органами (Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, а позднее Федеральной службой по финансовым рынкам Российской Федерации), саморегулируемой организацией «Национальная ассоциация участников фондового рынка», Комиссией по ценным бумагам и биржам США, Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам США.

Научная новизна работы состоит в разработке комплекса теоретико-методологических положений, раскрывающих сущность конфликтов

интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг.

В ходе проведенного исследования были получены следующие научные результаты:

- обобщены представления об экономических интересах участников рынка ценных бумаг применительно к осуществлению брокерской деятельности;

- усовершенствован понятийный аппарат: доказано, что существующее в нормативных документах определение неадекватно отражает суть конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг, и представлена авторская трактовка данного понятия;

- выявлены факторы, способствующие возникновению конфликтов интересов как со стороны брокерско-дилерских компаний, связанные с неправильно выстроенной системой приоритетов и недостатками при организации бизнес-процессов, так и со стороны клиентов - связанные с объективными трудностями при анализе рыночной информации и оценке собственных инвестиционных решений;

- представлена группировка проявлений конфликтов интересов по различным признакам: направлениям деятельности, источникам возникновения, характерам нарушений, последствиям для клиентов, позволяющая полно охарактеризовать имеющие место конфликты интересов;

- обобщены и формализованы представления о нарушениях прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний, а также внесены предложения по способам выявления таких нарушений;

- обоснована необходимость существования трехуровневой системы урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности и сформулированы направления деятельности по минимизации их негативных последствий для каждого уровня:

- расширен перечень требований к содержанию отчетности брокерско-дилерских компаний в целях недопущения негативных проявлений

конфликтов интересов и сформулированы подходы к организации процедуры оценки сумм убытков, нанесенных клиентам действиями/бездействием брокерско-дилерской компании;

- предложены изменения направлений проверок деятельности брокерско-дилерских и содержания акта проверки с целью предотвращения негативных проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности;
- сформулированы предложения по организации эффективной системы внутреннего контроля брокерско-дилерской компании, направленные на урегулирование конфликтов интересов.

Практическая значимость исследования

Научно обоснованные выводы, касающиеся урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности, ориентированы на широкое использование регулирующими органами и брокерско-дилерскими компаниями.

Разработки, касающиеся выявления нарушений прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний, могут быть применены в работе государственных регулирующих органов и саморегулируемых организаций при проведении проверок деятельности брокерско-дилерских компаний.

Материалы диссертации могут служить консультативным и методическим материалом для работников регулирующих органов при подготовке проектов нормативных правовых актов, касающихся регулирования брокерской деятельности.

В практической деятельности руководителей служб внутреннего контроля профессиональных участников рынка ценных бумаг могут использоваться предложения по организации системы внутреннего контроля, направленные на урегулирование конфликтов интересов.

Теоретические материалы исследования экономических интересов участников рынка ценных бумаг целесообразно использовать в преподавании

дисциплин в ВУЗах экономического профиля, в рамках которых рассматривается деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Апробация и внедрение результатов исследования

Работа выполнена в рамках НИР Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации, проводимых в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России», подтема «Формирование эффективной структуры финансовых рынков».

Отдельные положения, касающиеся регулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности и защиты прав и законных интересов клиентов нашли отражение в нормативных правовых актах.

Предложенные методы выявления нарушений в деятельности брокерско-дилерских компаний используются при проведении проверок профессиональных участников рынка ценных бумаг инспекторами Регионального отделения ФСФР России в Центральном федеральном округе.

Материалы, относящиеся к принципам построения системы внутреннего контроля в брокерско-дилерской компании, использовались ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ» при подготовке Инструкции о внутреннем контроле ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ» и иных внутренних документов, регламентирующих процедуры, направленные на урегулирование конфликтов интересов.

Разработки, касающиеся направлений деятельности службы внутреннего контроля, послужили методической основой при организации работы службы внутреннего контроля ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ». В практической деятельности брокерско-дилерской компании используются рекомендации по осуществлению службой внутреннего контроля надзорных процедур за деятельностью торговых и операционных подразделений.

Теоретические положения диссертации используются в преподавании дисциплины «Институты финансовых рынков» на кафедре «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» Финансовой академии при Правительстве РФ.

По теме диссертации автором опубликованы пять работ общим объемом 2,9 печатных листа, в том числе две статьи опубликованы в журналах, входящих в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени доктора и кандидата наук.

1. Вилкова Т.Б. Основные требования к осуществлению брокерской деятельности на российском рынке ценных бумаг // Вестник Финансовой Академии. – 2002. – № 1(21). – С.84-91;

2. Вилкова Т.Б. Проблемы правового регулирования брокерской деятельности в современной России // Дайджест-Финансы. – 2002. – № 1(85) – С.34-37;

3. Вилкова Т.Б. Экономические основы деятельности брокерско-дилерских компаний на рынке ценных бумаг // Дайджест-Финансы. – 2002. – № 3(87) – С.4-14;

4. Вилкова Т.Б. Подходы к оценке собственного капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг: зарубежный опыт и российская практика // Финансы и кредит. – 2002. – № 5 (95) – С.18-23;

5. Вилкова Т.Б. Принципы формирования эффективной системы внутреннего контроля брокерско-дилерской компании // Дайджест-Финансы. – 2006. – № 11(143) – С. 11-15.

Структура работы

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений.

Во введении обоснована актуальность избранной темы, изложены научная новизна, предмет, объект, цели и задачи исследования.

В первой главе рассматриваются основы теории конфликтов интересов и агентских отношений применительно к взаимоотношениям брокерско-

дилерской компании и клиента, а также представлена система экономических интересов участников рынка ценных бумаг. Данная глава содержит краткое изложение принципов работы российских брокерско-дилерских компаний и требований, предъявляемых к их деятельности нормативными правовыми актами.

Вторая глава диссертационной работы посвящена изучению практических аспектов проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности и предпосылок возникновения нарушений прав клиентов брокерско-дилерских компаний. Здесь же содержится анализ наиболее распространенных нарушений прав и законных интересов клиентов и предложения автора по их выявлению.

В третьей главе изложены подходы к урегулированию конфликтов интересов.

Представлена трехуровневая система урегулирования конфликтов интересов:

Первый уровень – уровень государственного регулирования.

На втором уровне рассматривается деятельность саморегулируемых организаций по урегулированию конфликтов интересов.

Третий уровень системы урегулирования конфликтов интересов – контрольные процедуры, осуществляемые внутри брокерско-дилерской компании, организация системы внутреннего контроля.

В заключении обобщены результаты исследования, отражены основные выводы и предложения.

Глава 1. Теория конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг

1.1. Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг и основы взаимодействия брокерско-дилерской компании и клиента

Предметом изучения настоящей работы являются конфликты интересов, возникающие при осуществлении брокерского обслуживания сделок с ценными бумагами, с целью минимизации их возможных негативных проявлений и последствий для клиентов брокерско-дилерских компаний. В связи с этим в центре нашего внимания находятся взаимоотношения брокерско-дилерской компании и клиента по поводу оказания последнему брокерских услуг на рынке ценных бумаг.

Взаимоотношения брокерско-дилерской компании и клиента на рынке ценных бумаг, по нашему мнению, следует рассматривать с точки зрения теории агентских отношений. Теория агентских отношений рассматривается в рамках неинституционального направления экономической науки. Так как подробное освещение постулатов неинституциональной экономики выходит за рамки предмета настоящей работы, отметим лишь, что в центре ее внимания оказываются отношения, складывающиеся внутри экономических организаций.

Как отмечает С. де Круссерг, традиционная микроэкономика, в отличие от неинституциональной экономической теории, базируется на двух гипотезах:

- рациональность индивидуума; это означает, что индивидуумы, с учетом регламентации, которой они подчиняются, стремятся наилучшим образом использовать свои ресурсы для получения максимального результата;
- рынки в условиях развитой конкуренции имеют следующие особенности: раздробленность участников, однородность продукта, свободный доступ на рынок, прозрачность рынка, что означает возможность

бесплатного доступа к информации о цене и качестве имеющегося продукта.⁸

Экономисты более двухсот лет придерживаются теории рационального человека. Согласно этой теории экономический человек представляет собой рационального индивида, имеющего стабильные предпочтения и стремящегося к максимизации собственной выгоды в условиях абсолютной полноты информации, свободы выбора и количественной оценки альтернатив.⁹ То есть рациональный экономический человек не подвержен колебаниям, изменениям настроения и иным психологическим факторам. Он способен постоянно и с идеальной точностью просчитывать и принимать экономические решения, оперируя неограниченными объемами информации.

Неоинституционалисты указывают на ограниченность человеческих возможностей в данной сфере. Знания, которыми располагает экономический субъект, всегда неполны, его вычислительные и аналитические способности не беспредельны, прогнозы подвержены ряду психологических факторов, на совершение логических операций он тратит много времени и усилий. По этой причине субъекты вынуждены выбирать не оптимальные решения, а наиболее приемлемые, исходя из доступной информации. В данном случае рациональность субъекта выражается в стремлении экономить не только на материальных затратах, но и на интеллектуальных усилиях.

Одним из направлений неоинституциональной экономики является теория агентских отношений. Данная теория рассматривает взаимоотношения принципала и агента, действующих на договорной (или контрактной) основе. Т. Эггертссон следующим образом формулирует суть теории. «Агентские отношения устанавливаются, когда некий доверитель (principal) делегирует некоторые права (например, право использования ресурса) некоему агенту, обязанному в соответствии с формальным или неформальным контрактом

⁸ Де Круссерг С. Новые подходы к теории финансового посредничества и банковская стратегия//Вестник Финансовой Академии. – 2001. – №1(17). – С.35.

⁹ Малахов С.В. Основы экономической психологии: Учебное пособие. Институт экономической политики. – М. Б.и. Ин-т экономической политики, 1992. – С.13.

представлять интересы доверителя в обмен на вознаграждение того или иного рода.»¹⁰ Несмотря на то, что основным приложением данной теории является рассмотрение взаимоотношений собственников компании (принципалов) и наемных управляющих (агентов), она полностью применима к взаимоотношениям брокерско-дилерской компании и клиентов, в которых клиент выступает в роли принципала, собственника ресурсов, а брокерско-дилерская компания – в роли агента.

Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг представляет собой услуги по совершению сделок купли-продажи ценных бумаг по поручению клиентов. Согласно статье 3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ (далее – Закон «О рынке ценных бумаг») брокерская деятельность – это профессиональная деятельность, осуществляемая на рынке ценных бумаг только юридическими лицами. Эту формулировку уместно дополнить отдельными характеристиками, упущенными отечественными законодателями. В данном случае целесообразно обратиться к законодательству США, которое, по нашему мнению, дает более полное определение, затрагивающее суть брокерской деятельности. В Законе о фондовых биржах США, под брокером подразумевается лицо, участвующее в бизнесе (*подчеркнуто мною – Т.В.*), связанном со сделками с ценными бумагами от имени и за счет других лиц. Здесь подразумевается, что лицо, осуществляющее брокерскую деятельность, должно обладать достаточной квалификацией, располагать необходимой для работы на рынке ценных бумаг материально-технической базой, заниматься этой деятельностью на постоянной основе и получать основной доход именно от этой деятельности. При этом к брокерам не относится лицо, осуществляющее разовые покупки или продажи ценных бумаг по доверенности, но не в качестве постоянного вида деятельности. Фраза «лицо,

¹⁰ Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты / Пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – С. 55.

участвующее в бизнесе» означает, что такие сделки (а точнее, такая деятельность) осуществляются регулярно и приносят постоянный доход. Вместе с тем в законодательстве США, например, отсутствует требование, о том, что деятельность по оказанию брокерских услуг на рынке ценных бумаг должна быть единственным видом бизнеса или единственным источником доходов лица, оказывающего такие услуги. Таким образом, брокером в США может быть как отдельное физическое или юридическое лицо, специализирующееся исключительно на оказании брокерских услуг, так и крупная компания, осуществляющая брокерскую деятельность наряду с торговлей потребительскими товарами, недвижимостью и страхованием и др.

Взаимоотношения брокерско-дилерской компании и клиента строятся в рамках заключенного ими договора на брокерское обслуживание.

Действующее российское законодательство однозначно устанавливает, что брокерская деятельность в нашей стране может осуществляться на основании одного из трех типов перечисленных договоров: договора комиссии, договора поручения и агентского договора, каждый из которых описан в Гражданском кодексе Российской Федерации. Сравнительное описание договоров на брокерское обслуживание и состав дополнительных соглашений и документов, необходимых для осуществления брокерской деятельности в интересах клиента, содержится в Приложении 1.

Кратко осветив суть брокерской деятельности на рынке ценных бумаг, перейдем непосредственно к рассмотрению принципов взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента. Базируясь на гипотезах неинституциональной экономической теории, можно сформулировать следующую концепцию взаимоотношений клиента и брокерско-дилерской компании.¹¹

¹¹ Выводы сделаны на основе концепции новой микроэкономики предприятия применительно к банку, предложенной Де Круссерг С. Новые подходы к теории финансового посредничества и банковская стратегия//Вестник Финансовой Академии. – 2001 – №1(17). – С.35-37.

Ограниченная рациональность экономических субъектов

Принцип ограниченной рациональности, более подходящий для описания экономического поведения субъектов, приводит к пониманию того, что в системе отношений клиента и брокерско-дилерской компании на первый план выходят условия договора, и необходимость их исполнения становится главным приоритетом. Однако следует иметь в виду, что любой договор несовершенен и не может учитывать все возможные ситуации, возникающие на практике.

Асимметрия информации при агентских отношениях

Агентские отношения предполагают, что информация распределена между доверителем и агентом асимметрично. Агент обычно располагает большим, чем доверитель объемом информации.

Так, брокерско-дилерская компания и ее клиент находятся в заведомо неравных условиях. Для работы на рынке ценных бумаг, с одной стороны, необходимы специальная подготовка и техническая база, а с другой стороны, наличие специальных условий, например, лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, членства на бирже, налаженных отношений с депозитариями и банками, возможности осуществлять перерегистрацию прав на ценные бумаги в реестрах, которые зачастую находятся в отдаленных регионах нашей страны. Современная брокерско-дилерская компания может предоставлять широкий набор услуг, сопутствующих традиционной брокерской деятельности, стремясь максимально удовлетворить потребности клиентов в качественном обслуживании. В результате, в брокерско-дилерской компании аккумулируются большие объемы информации как о клиентах, так и о рынке, в частности, о ценных бумагах, других профессиональных участниках, инфраструктурных организациях. Как правило, брокерско-дилерская компания располагает штатом высококвалифицированных профессионалов и хорошей технической базой.

Таким образом, необходимость исполнения договора и несовершенство его условий, с одной стороны, и асимметрия информации, возникающая при

агентских отношениях, – с другой, создают почву для проявления оппортунистического поведения сторон при исполнении договорных обязательств. В этих условиях экономический субъект, преследуя свои экономические интересы, может прибегать к уклонению от выполнения или прямому нарушению взятых на себя договорных обязательств. Оппортунистическое поведение, как правило, может заключаться в сокрытии или нераскрытии необходимой информации, формальном подходе к исполнению обязательств и т.п.

Оппортунистическое поведение может проявляться как до заключения договора на брокерское обслуживание, так и после. В первом случае оно связано с методами поиска и привлечения клиентов, а во втором – с ненадлежащим исполнением или неисполнением условий уже заключенного договора на брокерское обслуживание.

Как отмечает Т. Эггертссон, оппортунистическое поведение налагает издержки на доверителя, ибо последний обнаруживает, что в его интересах осуществлять надзор за агентом и придать контракту с ним такую структуру, которая снижала бы издержки агентских отношений. Иногда можно добиться чистого снижения издержек агентских отношений, разрабатывая такие контракты, чтобы интересы доверителя и агента частично совпадали (например, контракты, предусматривающие доленое распределение прибыли между ними), либо же внедряя системы бухгалтерского учета с целью надзора за агентами. Часто контракты содержат положения, четко очерчивающие допустимое поведение агентов (при этом имеет место риск, что при возникновении каких-то непредвиденных обстоятельств агент не сможет действовать свободно). Кроме того, сами агенты могут счесть целесообразным предоставить доверителю некоторые дополнительные гарантии в качестве страхования от оппортунистического поведения с их стороны (такие гарантии

называются залоговыми).¹² Например, включение в договор о брокерском обслуживании условия об уплате штрафа при неисполнении или ненадлежащем исполнении поручения клиента по вине брокерско-дилерской компании.

На снижение издержек доверителя также оказывает влияние конкуренция. Конкурентная борьба за клиента способна удерживать брокерско-дилерскую компанию от проявления оппортунистического поведения.

М. Дженсен и У. Меклинг предлагают следующий подход к определению совокупных издержек агентских отношений для доверителя. Совокупные издержки агентских отношений для доверителя равны сумме инвестиций в сдерживание уклонения от выполнения контрактных обязательств («отлынивание») плюс издержки, сопряженные с остаточным отлыниванием.¹³ Чтобы проиллюстрировать представленную формулу, приведем следующий условный пример. Клиент, желая проконтролировать обоснованность рекомендаций менеджера счета брокерско-дилерской компании, самостоятельно перепроверяет, насколько предлагаемые объекты инвестиций соответствуют его целям. Для этого он покупает и устанавливает на свой персональный компьютер информационную систему Блумберг (Bloomberg) и ставит в известность об этом брокерско-дилерскую компанию. Стоимость информационной системы 100 единиц. Таким образом, размер инвестиций в сдерживание уклонения от выполнения контрактных обязательств для клиента составляет 100 единиц.

¹² Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты / Пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – С. 57.

¹³ Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics 3 (No. 4, October): P. 308.

Примером издержек, сопряженных с остаточным отлыниванием, может быть задержка в исполнении сделки по вине брокерско-дилерской компании, стоившая клиенту 50 единиц. Допустим, что клиент планировал продать 50 акций эмитента А по цене 3 единицы. По причине задержек, вызванных неоперативной работой бэк-офиса, осуществлявшего перевод ценных бумаг на торговый счет, сделка по продаже была совершена по цене 2 единицы. Следовательно, издержки можно рассчитать следующим образом: $(50*3)-(50*2)=50$.

Значит, совокупные издержки клиента составят 150 единиц $(100+50=150)$.

Таким образом, можно сделать следующие выводы.

1) Рассмотрение взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента с точки зрения теории агентских отношений для целей нашей работы целесообразно и оправданно. Теория агентских отношений позволяет сфокусировать внимание именно на тех аспектах, которые провоцируют возникновение конфликтов интересов. Мы подробно остановились на основных положениях данной теории, указывающих на ограниченную рациональность экономических субъектов и асимметрию информации при агентских отношениях.

2) Взаимоотношения брокерско-дилерской компании и клиента в нашей стране регулируются законодательными и иными нормативными правовыми актами весьма подробно и строятся в рамках заключенного сторонами договора на брокерское обслуживание. Однако формальный характер юридических документов не позволяет в полной мере предотвращать возникновение конфликтов интересов брокерско-дилерской компании и клиентов. Данное положение подтверждается еще и тем, что возникают дополнительные способы минимизации негативных проявлений конфликтов интересов, например путем соблюдения «правил соответствия».

1.2. Экономические интересы участников рынка ценных бумаг и механизмы поддержания баланса интересов

Изучение проблем, связанных с экономическими интересами, лежит не только в пространстве экономической науки. Теорией экономических интересов, помимо собственно экономистов, занимаются также социологи, психологи, философы, правоведы. Однако нас будет интересовать, в основном, экономическая трактовка данного понятия, поскольку брокерско-дилерскую компанию и клиента связывают, прежде всего, экономические отношения, следовательно, и конфликты интересов носят экономический характер. Рассмотрение любого конфликта следует начинать с выявления и определения основных экономических интересов его субъектов.

Впервые к проблемам изучения теории экономических интересов в XVIII веке обратились физиократы, в частности А. Тюрго¹⁴. Однако заслуга по разработке стройной гипотезы о мотивах экономического поведения людей принадлежит А. Смиту. По его мнению, определяющую роль в мотивации человека играет экономический интерес. А. Смит отмечал, что в основе процессов производства и обмена лежат интересы людей, а главным мотивом деятельности любого предпринимателя является максимизация прибыли.¹⁵

Поскольку подробное рассмотрение сущности экономических интересов выходит за рамки настоящей работы, ограничимся определением данной экономической категории, предлагаемым современными отечественными экономистами, занимающимися проблемами изучения сущности и теории экономических интересов. «Экономический интерес – это свойство экономического субъекта, состоящее в целевой направленности экономической деятельности на повышение степени удовлетворения присущих ему потребностей за счет эффективного применения находящихся в

¹⁴ Тюрго А. Избранные экономические произведения. – М., 1961.

¹⁵ Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов (Кн. 1). – М.: Наука, 1992. – С. 56.

его распоряжении ресурсов и проявляющиеся в экономии времени».¹⁶

Для того чтобы продвинуться дальше в нашем исследовании, представляется важным акцентировать внимание на следующих основных моментах. Во-первых, в качестве главной особенности экономических интересов следует отметить их строгую персонификацию, то есть непосредственную связь с определенным экономическим субъектом. Во-вторых, в условиях рыночной экономики интерес связывают с понятиями «рациональности выбора», а также «максимизации выгоды». Точнее, субъекты рыночной экономики осуществляют ту деятельность, совершают именно те действия, которые, по их мнению, приносят наибольшую выгоду. Основой рыночной экономики является принцип экономической заинтересованности, целесообразности экономических поступков.

При этом даже у одного человека может быть одновременно несколько целей, а, следовательно, и экономических интересов. Интересы же различных людей могут быть совершенно разными: совместимыми и несовместимыми, согласованными и несогласованными, сопоставимыми и несопоставимыми, а зачастую – просто противоречивыми. Их объединяет одно – природа и условия их формирования.

Исходя из того, что при рассмотрении данной категории следует учитывать множественность экономических интересов, учеными-экономистами принято использовать понятие «системы интересов». Система интересов представляет собой объединение разрозненных, в том числе противоположных, равноправных, постоянно меняющихся по форме и содержанию интересов экономических субъектов в обществе.

Противоречивость экономических интересов рыночных субъектов составляет основу рыночной экономики. Именно экономические интересы побуждают рыночных субъектов вступать между собой в экономические

¹⁶ Чернецова Н.С. Теория и методология исследования экономических интересов. – М.: МИЭМ УЧЛИТВУЗ, 2001. – С. 50.

отношения. Если есть хотя бы два субъекта с двумя противоположными, но сопряженными интересами, они вступают в экономическое отношение.

Данное положение можно проиллюстрировать на простом примере. Один субъект производит товар и стремится продать его, получив за него деньги, а другой заинтересован в приобретении этого товара. И производитель (продавец), и потребитель (покупатель), стараются действовать в своих экономических интересах. С одной стороны, их интересы взаимосвязаны, а с другой – противоположны: оба заинтересованы в совершении сделки купли-продажи товара, но продавец хотел бы получить самую высокую цену за свой товар, а покупатель – купить дешевле. Сделка купли-продажи не состоится, их экономический интерес не будет реализован, пока не будет принято единственно правильное, приемлемое для обеих сторон решение. Основой для принятия этого компромиссного решения служит конкурентная среда.

Наилучшие результаты в социально-экономической жизни общества достигаются при реализации принципа взаимовыгодности и взаимодействия хозяйствующих субъектов. Этот принцип может быть практически реализован как минимум:

- при наличии экономической самостоятельности хозяйствующих субъектов, позволяющей каждому из них находить партнера и добровольно на взаимовыгодной основе вступать с ним в экономическое взаимодействие;
- при создании в обществе экономических, социальных, политических и юридических условий, способных обеспечить равную силу влияния интересов взаимодействующих сторон.¹⁷

Экономические интересы являются основой для формирования экономических отношений. Другими словами, экономический интерес является непременным атрибутом экономических отношений. С учетом этого следует анализировать не только суть интереса отдельно взятого

¹⁷ Экономическая теория (Политическая экономия). Учебное пособие. Коллектив авторов. – М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 1997 – С.85

экономического субъекта, но также исследовать соответствующие ему контринтересы и сопряженные интересы, а также связи между ними. При этом такое свойство, как противоречивость экономических интересов, должно рассматриваться в качестве важнейшей характеристики взаимодействия интересов.

Систему экономических интересов целесообразно оценивать в аспекте типов связей интересов, входящих в систему. В настоящее время типология связей интересов находится в процессе разработки российскими учеными-экономистами. В Приложении 2 мы приводим две классификации связей интересов, но не будем подробно останавливаться на достоинствах и недостатках каждой из этих классификаций. Наша задача – получить представление о системе интересов, противоречии интересов с позиции типов связей.

Противоречие является формой существования и развития экономических интересов. С одной стороны, экономические субъекты, стремящиеся в условиях рыночной экономики к максимизации чистой прибыли, обеспечивают постоянное развитие системы. С другой стороны, следует учитывать, что изменения в поведении экономических субъектов будут совершаться до тех пор, пока существуют возможности извлечения дополнительной чистой выгоды. Следовательно, на каком-то этапе данная сфера рыночной экономики на непродолжительное время попадает в равновесное положение, потом баланс интересов снова нарушается. Такое положение требует от всех субъектов экономической жизни предпринимать определенные меры, не позволяющие объективному противоречию экономических интересов перерасти в конфликт, грозящий социальными катаклизмами. Каждый носитель экономических интересов должен осознавать ответственность за реализацию своих интересов и результаты своей хозяйственной деятельности.

Однако возлагать всю ответственность за поддержание баланса экономических интересов на рыночный механизм нельзя. Рыночный механизм

согласования экономических интересов эффективно работает только при определенных условиях: высокоэластичном предложении и низкоэластичном спросе. Поэтому функции по поддержанию баланса интересов в экономике, сглаживанию противоречий и согласованию интересов, прежде всего, лежат на государственных институтах. Именно они призваны осуществлять управление экономическими процессами и их координацию.

Государство может регулировать систему экономических интересов путем принятия определенных законодательных решений, влияющих на механизмы внутрифирменного управления, устанавливать необходимые для поддержания баланса интересов в экономике условия функционирования экономических субъектов. Помимо административных, в руках государства находятся также финансовые рычаги, способные воздействовать на баланс экономических интересов.

В процессе экономических реформ наша страна столкнулась с проблемой значительной разбалансированности экономических интересов. На этом этапе принципиально изменились отношения собственности. В связи с этим существенные изменения претерпела система экономических интересов. Новая система формировалась в условиях децентрализации управления экономическими процессами и объектами, прежде всего, финансовыми потоками. В результате это привело к появлению сильнейших лоббистских групп в экономике, оказывающих давление на государственные органы. Такое положение дел объективно препятствует установлению сбалансированной системы экономических интересов. В некоторых сферах лоббистские группировки даже взяли на себя роли и функции, упущенные государством.

Основными субъектами современной российской экономики являются государство, предприятия и население. Исходя из этой классификации, выделяются и виды интересов: государственный, коллективный и личный (индивидуальный), которые в совокупности представляют систему экономических интересов современного российского общества. Рассмотрим подробнее соотношение этих трех элементов системы интересов на рынке

ценных бумаг применительно к взаимоотношениям по поводу оказания брокерских услуг.

Интересы клиентов брокерско-дилерских компаний

Личные интересы – интересы клиентов брокерско-дилерских компаний, которые, заключая договор на брокерское обслуживание, заинтересованы

- 1) в сохранении и увеличении капитала, инвестируемого в ценные бумаги через брокерско-дилерскую компанию;
- 2) в стабильных и адекватных ценах на брокерское обслуживание;
- 3) в достаточном предложении необходимых качественных услуг со стороны брокерско-дилерских компаний;
- 4) в стабильности рынка ценных бумаг;
- 5) в развитии рыночной инфраструктуры.

Данные виды интересов явно неоднородны, поэтому для их рассмотрения мы разделим их на две условные категории: «независимые» и «зависимые». К «независимым» интересам относятся первые три пункта. Это те интересы, на реализацию которых клиент может оказать непосредственное воздействие. Влияние данного экономического субъекта на реализацию «зависимых» интересов (пункты четыре и пять) имеет лишь косвенный, опосредованный характер.

«Независимые» интересы

Сохранение и увеличение капитала, инвестируемого в ценные бумаги посредством брокерско-дилерской компании, является основной целью, следуя которой инвестор заключает договор на брокерское обслуживание и становится клиентом брокерско-дилерской компании. Клиенты заинтересованы в стабильных и адекватных ценах на брокерское обслуживание, минимизации транзакционных издержек, а также в достаточном предложении необходимых качественных услуг со стороны брокерско-дилерской компании. Реализация данных интересов зависит в основном от трех факторов:

- от правильного выбора стратегии инвестирования. Другими

словами, потенциальный инвестор должен ответить на вопрос о том, на какой срок, на какую сумму и с каким уровнем риска он может осуществить инвестиции в ценные бумаги;

- от адекватной оценки уровня своей компетентности;
- от правильного выбора брокерско-дилерской компании.

Влияние первого и второго факторов может быть весьма значительным, но, по нашему мнению, не требует более подробного освещения, так как не относится к теме настоящей работы.

На третьем факторе следует остановиться несколько подробнее. Именно от него в большой степени зависит вероятность возникновения конфликтов интересов между клиентом и брокерско-дилерской компанией.

При выборе брокерско-дилерской компании основными критериями оценки могут служить:

- набор услуг, предоставляемых клиентам, специализация и масштабы операций;
- размер комиссионного вознаграждения, взимаемого с клиентов за оказание услуг;
- размер брокерско-дилерской компании, ее финансовое положение, в частности, размер собственных средств, стабильность работы, репутация.

«Зависимые» интересы

«Зависимые» интересы, такие как стабильность рынка ценных бумаг или развитие рыночной инфраструктуры, не могут быть реализованы клиентом самостоятельно, без содействия других участников рынка ценных бумаг, а также государства. В то же самое время данные интересы клиентов полностью совпадают с интересами как брокерско-дилерской компании, так и государства. Таким образом, реализация «зависимых» интересов требует согласованных усилий нескольких экономических субъектов.

Интересы брокерско-дилерской компании

Коллективные интересы – это интересы брокерско-дилерской компании

как организации в целом, так и отдельных ее работников. Брокерско-дилерская компания заинтересована:

- 1) в максимизации прибыли от оказания брокерских услуг, а также сопутствующей деятельности;
- 2) в снижении себестоимости оказываемых клиентам услуг;
- 3) в эффективном использовании ресурсов брокерско-дилерской компании;
- 4) в оказании качественных услуг, пользующихся спросом;
- 5) в благоприятных и стабильных условиях ведения бизнеса;
- 6) в творческом содержании труда работников;
- 7) в оптимальных способах организации работы брокерско-дилерской компании;
- 8) в стабильности рынка ценных бумаг, в том числе условий работы брокерско-дилерской компании;
- 9) в развитии рыночной инфраструктуры.

Помимо интересов брокерско-дилерской компании как экономического субъекта следует выделить также интересы ее работников и владельцев. И работники, и владельцы брокерско-дилерской компании напрямую или косвенно заинтересованы в максимально полной реализации интересов собственно брокерско-дилерской компании. То есть каждый пункт, определяющий интересы брокерско-дилерской компании, применим к ее работникам и владельцам. Но при этом работники также могут быть лично заинтересованы, например, в реализации собственных инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг. Личные интересы владельцев (акционеров) брокерско-дилерской компании могут заключаться в повышении курсовой стоимости акций самой брокерско-дилерской компании, если они торгуются на рынке.

Интересы государства (применительно к взаимоотношениям брокерско-дилерской компании и клиентов)

Государственные интересы, применительно к рассматриваемой нами

тематике, также существуют. Выразителями государственных интересов являются различные государственные органы, регулирующие рынок ценных бумаг, главный из которых – Федеральная служба по финансовым рынкам (далее – ФСФР России).

Интересы государства можно сформулировать следующим образом:

- 1) привлечение неспекулятивных инвестиций в российскую экономику, в том числе через рынок ценных бумаг;
- 2) увеличение налоговых поступлений в бюджет, в том числе от операций с ценными бумагами;
- 3) стабильность рынка ценных бумаг;
- 4) развитие рыночной инфраструктуры.

Важным условием существования системы экономических интересов является соблюдение баланса экономических интересов всех субъектов системы. Критерии сбалансированности системы экономических интересов, приведенные исследователями теории экономических интересов,¹⁸ по нашему мнению, необходимо несколько дополнить и сформулировать применительно к теме нашего исследования. Перечислим следующие критерии:

А) Повышение ответственности у экономических субъектов за результаты хозяйственной деятельности.

Главным условием реализации любого экономического интереса является соблюдение принципа ответственности за результат хозяйственной деятельности. Существование и нормальное развитие рыночной экономики, основанной на экономической свободе субъектов, невозможно без формирования у экономических субъектов ответственности за свои действия. Для этого в экономике должны быть созданы соответствующие административные, рыночные и другие рычаги.

Б) Создание и поддержание устойчивой группы экономических

¹⁸ Чернецова Н.С. Теория и методология исследования экономических интересов. – М.: МИЭМ УЧЛИТВУЗ, 2001 – С. 182.

субъектов. Применительно к рынку ценных бумаг это означает, что для стабильной работы должны присутствовать:

- устойчивая клиентская база;
- профессиональные брокерско-дилерские компании, созданные для работы на перспективу (не «однодневки», которые были зарегистрированы для проведения серии сделок);
- стабильность регулятора рынка ценных бумаг.

В) Проведение понятной и последовательной политики государства в области регулирования рынка ценных бумаг, направленной на стимулирование инвестиций в ценные бумаги.

Г) Снижение доли теневого сектора экономики в данной отрасли. Прежде всего, это касается сделок, заключенных на внебиржевом рынке, денежные расчеты по которым осуществляются через посредничество оффшорных компаний.

Д) Снижение транзакционных издержек, направленных на согласование интересов различных экономических субъектов и их объединение.

В данном случае речь идет о развитии инфраструктуры рынка ценных бумаг, а также дальнейшей унификации и стандартизации процессов заключения и исполнения сделок купли-продажи ценных бумаг.

Завершая рассмотрение особенностей экономических интересов участников рынка ценных бумаг при осуществлении брокерской деятельности, нам представляется важным выделить следующие основные моменты.

Изучение сущности экономических интересов, а также практических аспектов, связанных с их реализацией в уже существующих условиях, чрезвычайно важно для понимания закономерностей развития как экономики страны в целом, так и отдельных ее отраслей.

Экономические интересы следует анализировать в контексте соответствующих им экономических отношений и контринтересов, представляющих противоположную сторону отношения.

При проведении экономических реформ в стране государству

необходимо не только четко представлять и формулировать отдельные интересы всех категорий хозяйствующих субъектов, но также уделять существенное внимание вопросам поддержания баланса интересов в рыночной экономике.

1.3. Понятие конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности

Вопросы, связанные с возникновением и развитием конфликтов, а также поиском путей, методов и средств их предупреждения и регулирования, являются предметом изучения отдельной отрасли научного знания – конфликтологии. Конфликтология как наука возникла и развивается в тесной связи с философией, социологией, психологией, экономикой, историей, правом и рядом других социальных наук, опираясь на их достижения.

Для целей нашего исследования необходимо обратиться к понятийному аппарату, сформированному в рамках теоретической конфликтологии.

«Конфликт представляет собой социальное явление, способ взаимодействия людей при столкновении их несовместимых взглядов, позиций и интересов, противоборство взаимосвязанных, но преследующих свои цели двух и более сторон. В основе любого конфликта лежит ситуация, включающая либо противоречивые позиции сторон по какому-либо поводу, либо противоположные цели или средства их достижения в данных обстоятельствах, либо несовпадение интересов, желаний, оппонентов и т.п.»¹⁹

Классифицируя конфликтные столкновения по формам проявления в различных сферах общественной жизни, выделяют экономические, социальные, политические, этнические, религиозные, военные, юридические,

¹⁹ Ворожейкин И.Е., Кибанов А.Я., Захаров Д.К. Конфликтология: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2003. – С.224.

семейно-бытовые и другие конфликты. Остановимся подробнее на экономических конфликтах, которые также неоднородны. Само рыночное устройство постоянно провоцирует возникновение конфликтов. В качестве примеров экономических конфликтов можно привести конкурентную борьбу или трудовые конфликты. Но, прежде всего, формой конфликта можно считать торговые сделки, которые всегда сопряжены, с одной стороны, с диалогом и необходимостью взаимодействия, а с другой, – с противоборством экономических интересов.

Рассмотрим основные элементы любого конфликта.

Участники конфликта (или оппоненты), с несовпадающими целями, взглядами, интересами.

Предмет конфликта – объективно существующая или воображаемая проблема, служащая причиной раздора между сторонами.

Объект конфликта, вызывающий к жизни данную конфликтную ситуацию.

Эти три элемента составляют *базу конфликта* (или создают конфликтную ситуацию). Конфликтная ситуация может существовать задолго до того, как произойдет прямое столкновение оппонентов. Социологи выделяют четыре типа конфликтных ситуаций по характеру их возникновения: объективные целенаправленные, объективные нецеленаправленные, субъективные целенаправленные и субъективные нецеленаправленные.

Сам же конфликт происходит в тот момент, когда начинаются открытые столкновения между участниками конфликтной ситуации. Чтобы конфликт произошел, нужно, чтобы один из оппонентов начал действовать, ущемляя интересы другой стороны. Такие действия называются *инцидентом*. Другими словами, конфликт – это конфликтная ситуация плюс инцидент. Конфликтная ситуация и инцидент, таким образом, «ведут себя» в определенном смысле независимо.

Действительно, конфликтная ситуация может существовать не переходя в стадию инцидента, но инцидент без конфликтной ситуации начаться не может, как и не может быть продолжения данного инцидента с изменением конфликтной ситуации.

Также необходимо отметить, что оппоненты в конфликте обладают некоей «силой», с которой связана возможность победы. Величину такой «силы» было бы естественно связать с тем, кого представляет тот или иной оппонент.

Такой взгляд на конфликт предлагают нам социологи.²⁰

Попробуем посмотреть, насколько данная теория конфликта приемлема для характеристики взаимоотношений брокерско-дилерской компании и его клиента.

Участниками конфликта, или оппонентами, являются брокерско-дилерская компания и клиент. Так как хотя бы один из оппонентов в конфликта интересов при осуществлении брокерской деятельности является юридическим лицом (брокерско-дилерская компания), конфликт приобретает юридический характер. Между субъектами складываются (или уже существуют) правовые отношения, а разрешение такого конфликта возможно лишь путем применения правовых норм.

Как правило, выделить предмет конфликта на практике представляется довольно сложным. Предмет может не иметь четких границ или распадаться на множество более мелких проблем. Однако такое выделение важно для дальнейшего разрешения конкретного конфликта.

В конфликтах интересов брокерско-дилерской компании и клиента, на наш взгляд, предметом следует считать множество экономических интересов участников конфликтов. Экономические интересы, перечисленные в Главе 1

²⁰ Бородкин Ф.М., Коряк Н.М. Внимание: конфликт! / Авт. предисл. Ю.А.Шерковин – 2-е изд., перераб. и доп. – Новосибирск: Наука. Сиб. отд-ние, 1989. – С. 11-12.

настоящей работы, могут и совпадать, и противоречить. Они также могут становиться причиной возникновения других экономических интересов.

Объектом конфликта интересов является качественная услуга, предоставляемая брокерско-дилерской компанией клиенту; а инцидентом, вызывающим к жизни конфликт – факт нарушения прав и законных интересов клиента.²¹

Существуют различные подходы к понятию «конфликты интересов при осуществлении брокерской деятельности». Попыткой заявить, что проблема конфликтов интересов брокерско-дилерской компании и клиента существует, можно считать положение, внесенное в Закон «О рынке ценных бумаг». В соответствии с пунктом 2 статьи 3 Закона «О рынке ценных бумаг», сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера. Дальнейшее развитие эта тема получила в постановлении ФКЦБ России «О предотвращении конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» от 5 ноября 1998 г. N 44. Согласно постановлению, под конфликтом интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг понимается противоречие между имущественными и иными интересами профессионального участника рынка ценных бумаг и (или) его работников, и клиента профессионального участника, в результате которого действия (бездействия) профессионального участника и (или) его работников

²¹ Формулировка «права и законные интересы клиента», используемая по тексту данной работы носит несколько условный характер. Автор подразумевает совокупность прав и способов реализации законных интересов клиентов, определенные договором на брокерское обслуживание, а также нормативными правовыми актами, регулирующими осуществление брокерской деятельности на российском рынке ценных бумаг.

причиняют убытки клиенту и (или) влекут иные неблагоприятные последствия для клиента.

Данное определение представляется нам не совсем корректным, так как исходя из теоретического описания конфликта, неверно ставить знак равенства между конфликтом и противоречием.

По нашему мнению, более точно смысл термина передает следующее определение. Конфликт интересов – ситуация, в которой брокерско-дилерская компания, руководствуясь интересами максимальной собственной выгоды, может, в силу своего положения на рынке ценных бумаг и обладая соответствующей информацией о клиенте и рыночной конъюнктуре, сознательно совершать действия (или бездействовать) таким образом, что эти действия (или бездействие) могут нанести ущерб интересам клиента.

Следует также иметь в виду, что помимо конфликтов интересов брокерско-дилерской компании, как продавца услуги на рынке ценных бумаг, и ее клиента – покупателя услуги, в конфликты с интересами клиента (клиентов) могут вступать и иные интересы брокерско-дилерской компании, например, обусловленные различными видами деятельности, осуществляемыми на рынке ценных бумаг.

Подводя итог вышесказанному, отметим, что для понимания сути конфликтов интересов на рынке ценных бумаг необходимо обратиться к трактовке термина «конфликт», предлагаемой социологами. В частности, выявить участников конфликта, предмет и объект конфликта.

Из множества подходов к понятию «конфликт интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг» мы попытались сформулировать наиболее емкое, на наш взгляд определение данного понятия.

Завершая рассмотрение особенностей экономических интересов участников рынка ценных бумаг при осуществлении брокерской деятельности, нам представляется важным выделить следующие основные моменты.

К анализу взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента

целесообразно подходить с точки зрения теории агентских отношений, основные установки которой можно сформулировать следующим образом:

- ограниченная рациональность экономических субъектов;
- асимметрия информации при агентских отношениях.

Эти утверждения служат ключом к пониманию основных аспектов взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента, а также неизбежности возникновения конфликтных ситуаций при взаимодействии этих субъектов.

Рассмотрение любых экономических отношений не будет полным без исследования экономических интересов сторон, вступающих в эти отношения. Значит и нам в нашей работе следует уделять внимание вопросам, связанным с ролью экономических интересов как в рыночной экономике вообще, так и на рынке ценных бумаг в частности. В данном случае речь идет об интересах трех категорий экономических субъектов:

- клиентов брокерско-дилерских компаний;
- брокерско-дилерских компаний;
- государства.

Опираясь на понятийный аппарат теоретической конфликтологии и нормативные правовые акты в области рынка ценных бумаг, а также принимая во внимание условия действующих договоров на брокерское обслуживание мы сформулировали понятие «конфликт интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг». Это дает возможность перейти к практической стороне вопроса: понять, каковы могут быть проявления данных конфликтов интересов и какие последствия это может иметь для брокерско-дилерской компании и ее клиентов.

Глава 2. Практические аспекты проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности

2.1. Предпосылки возникновения и формы проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности

До рассмотрения основных видов нарушений прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерской компании нам представляется важным сформулировать основные предпосылки возникновения конфликтов интересов. Косвенно мы затрагивали данные вопросы в Главе 1 настоящей работы при рассмотрении теории агентских отношений. В данном разделе мы попытаемся сформулировать основные предпосылки возникновения конфликтов интересов в практическом ключе.

В реальной жизни существует ряд объективных факторов, порождающих конфликты интересов при осуществлении брокерской деятельности. Как мы уже отмечали ранее, взаимоотношения брокерско-дилерской компании и клиента следует рассматривать с точки зрения теории агентских отношений и ее гипотез относительно ограниченной рациональности экономических субъектов и асимметрии информации при агентских отношениях. При практическом применении данные постулаты в определенной степени находят свое отражение в особенностях действий как брокерско-дилерских компаний, так и их клиентов.

Факторы, способствующие возникновению конфликтов интересов, со стороны клиентов брокерско-дилерских компаний.

1) Неспособность клиентов адекватно оценивать инвестиционные решения и связанные с ними риски. Клиенты легче полагаются на рекомендации менеджеров счетов брокерско-дилерской компании, чем на собственное мнение. Перед потоком рыночной информации клиенты, как правило, находятся в невыгодном положении. Большинство клиентов недооценивают сложность вопросов, связанных с инвестированием средств в ценные бумаги.

2) Трудности с анализом собственного отношения к риску. Это

отношение, как правило, зависит от типа личности и прошлого опыта. Даже профессионалы фондового рынка считают трудным делом точно оценить степень рискованности собственных решений.

3) Давление на клиента со стороны других рыночных агентов бывает весьма значительным. Требуются особые качества и уверенность в правильности своей стратегии, чтобы решиться действовать иначе, даже если есть подозрения, что действия остальных не вполне рациональны.

4) Большой объем информации, которую клиентам необходимо проанализировать для принятия инвестиционного решения.

Факторы, способствующие возникновению конфликтов интересов, со стороны брокерско-дилерских компаний.

1) Смещение приоритетов в брокерско-дилерской компании. В качестве примеров можно привести такие ситуации, когда идея максимизации прибыли подчиняет себе такие аспекты деятельности компании, как оказание качественных услуг, или когда оптимальные способы организации работы компании приносятся в жертву снижению себестоимости оказываемых услуг.

2) «Перекосы» во внутренней структуре брокерско-дилерской компании, когда смещается баланс между различными сферами деятельности, в результате которых допускается смешение информационных потоков.

Указанные факторы, способствующие возникновению конфликтов интересов, как со стороны клиентов, так и со стороны брокерско-дилерских компаний, создают объективные предпосылки для развития конфликтов интересов.

Рассмотрим основные формы проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности. Выделим следующие группы.

1. Формы проявлений конфликтов интересов, непосредственно связанных с осуществлением брокерской деятельности

1.1. Начнем с наиболее очевидного – стремления брокерско-дилерской компании увеличить прибыль от оказания брокерских услуг путем максимизации комиссионного вознаграждения или получения косвенных

доходов от заключаемой для клиента сделки. Подобные конфликты интересов могут реализовываться в целенаправленном воздействии на процесс принятия инвестиционного решения клиентом путем агрессивного стиля продаж услуги, преднамеренного формирования у клиента неверной оценки доходности и/или рискованности вложения, предоставления недостоверной, неполной или некорректной фактической информации, и т.д.

1.2. Неравнозначное отношение со стороны брокерско-дилерской компании к клиентам. Складывается ситуация, когда интересы одних клиентов приносят в жертву интересам других. В силу многих причин (величины комиссионного вознаграждения, набора предоставляемых услуг, стоимости операционного обслуживания и т.п.) брокерско-дилерской компании выгоднее работать с крупными клиентами, располагающими значительными инвестиционными ресурсами и готовыми активно торговать на рынке. Это неизбежно в условиях рынка, однако такая практика не должна выходить за рамки равно добросовестного отношения ко всем клиентам. Неравнозначное отношение брокерско-дилерской компании к клиентам может порождать другие, еще более порочные практики. Например, когда по причине недобросовестности брокерско-дилерской компании или отдельных ее работников информация о положении и намерениях одних клиентов, становится известной другим. Тем самым создается возможность использования такого рода внутренней (инсайдерской) информации для совершения сделок на рынке или манипуляций. Подобная ситуация наиболее вероятна в тех случаях, когда брокерско-дилерская компания аффилирована (прямо или косвенно) с кем-либо из своих клиентов.

1.3. Стремление брокерско-дилерской компании свести к минимуму затраты на обслуживание клиентов, а также формальное выполнение и/или пренебрежение установленными требованиями, например, к минимальному размеру собственных средств, которые в критической ситуации могут компенсировать финансовые потери клиентов. Брокерско-дилерская компания, как и любое предприятие, имеет в своей структуре подразделения,

непосредственно занятые торговлей на рынке ценных бумаг («прибыльные»), и обслуживающие процесс совершения сделок («затратные») подразделения. К «прибыльным» относятся такие отделы как торговый отдел, клиентский блок, к «затратным» – бэк-офис, служба внутреннего контроля, отдел информационных технологий, юридический отдел. Следовательно, брокерско-дилерская компания стремится всеми возможными способами сократить расходы на «затратные» подразделения. Такое сокращение может выражаться в экономии на разработке и проведении учетных и контрольных процедур, юридической проработке схем взаимодействия с клиентами и контрагентам; недостаточной обеспеченности техническими и программными средствами. Также экономия может проявляться в найме недостаточного количества работников, а также низком профессионализме работников (при желании брокерско-дилерской компании сэкономить на заработной плате высококвалифицированных специалистов). Помимо этого, слабое материальное стимулирование персонала может привести к халатному отношению к выполняемой работе, текучести кадров, что незамедлительно скажется на качестве обслуживания клиентов.

2. Формы проявлений конфликтов интересов при совмещении различных видов деятельности на рынке ценных бумаг с брокерской.

Рассмотрим конфликты интересов с иной стороны. Как уже отмечалось, конфликты интересов возникают не только при осуществлении непосредственно брокерской деятельности. Они также бывают результатом совмещения брокерско-дилерской компанией брокерской деятельности с иными видами предпринимательской деятельности, в том числе с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг. Наиболее распространены следующие варианты совмещения брокерской деятельности:

- с дилерской деятельностью
- с депозитарной деятельностью, в частности, с функциями номинального держателя и попечителя счета;
- с деятельностью по управлению ценными бумагами;

- с функциями андеррайтера, лица, обслуживающего корпоративные действия эмитента;
- с деятельностью финансового консультанта;
- с деятельностью кредитной организации.

Если помимо брокерской деятельности брокерско-дилерская компания осуществляет дилерские операции на рынке ценных бумаг, конфликты интересов могут проявляться в стремлении брокерско-дилерской компании увеличить прибыль от собственных дилерских операций. Данное проявление может реализовываться в проведении брокерско-дилерской компанией собственных дилерских операций,

- во-первых, с использованием информации и/или обоснованных предположений о намерениях и/или действиях клиентов;
- во-вторых, с оказанием целенаправленного воздействия на процесс принятия инвестиционного решения клиентом или принятием инвестиционных решений в отношении ценных бумаг и денежных средств клиента, стимулирующих формирование требуемой тенденции на рынке;
- в-третьих, с нарушением принципа приоритетности исполнения поручений клиента по сравнению с собственными операциями.

Одним из аспектов этой проблемы, по нашему мнению, можно считать противоречие интересов клиентов и собственные сделки работников, осуществляющих вложения на рынке ценных бумаг от своего имени и за свой счет. В основном это касается, конечно, менеджеров клиентских счетов и работников торговых отделов брокерско-дилерской компании.

Конфликты интересов могут проявляться в стремлении брокерско-дилерской компании увеличить прибыль от участия в размещении ценных бумаг какого-либо эмитента в рамках договорных отношений с данным эмитентом – выполнения функций андеррайтера и/или маркет-мейкера, участия в программе развития рынка и т.д. Данное проявление может реализовываться в оказании целенаправленного воздействия на процесс принятия инвестиционного решения клиентом, создании искусственных

препятствий для нежелательных, с точки зрения брокерско-дилерской компании, действий клиента, уплате вознаграждений, стимулирующих формирование требуемой тенденции на рынке и т.д.

Главным условием для возникновения конфликтов интересов при совмещении брокерской с иными видами деятельности является ситуация, когда брокерско-дилерская компания аккумулирует большой объем разного рода информации о клиенте, его финансовом и имущественном положении, инвестиционных предпочтениях и т.п. Эта информация предназначена для различных подразделений. Следовательно, информационные потоки в брокерско-дилерской компании должны иметь четкую направленность. В силу различных причин разделения информационных потоков внутри брокерско-дилерской компании зачастую не происходит или происходит неэффективно. При этом возникает возможность неправомерного использования поступившей информации.

В этих условиях в брокерско-дилерской компании должен соблюдаться принцип, когда работники, осуществляющие обслуживание клиентов и получающие соответствующую информацию, обязаны игнорировать любые интересы как брокерско-дилерской компании, так и свои собственные, которые могли бы повлиять на решения или содержание рекомендаций относительно клиентских сделок. Данный принцип воплощается в жизнь с помощью установления правил обмена служебной информацией и управления потоками информации внутри брокерско-дилерской компании.

Для всестороннего изучения конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг и их форм их проявлений мы предлагаем охарактеризовать проявления конфликтов интересов с точки зрения различных признаков: направлений деятельности, источников возникновения, характера нарушений, последствий для клиентов.

А) Направление деятельности

Конфликты интересов проявляются:

- 1) при заключении договора на брокерское обслуживание;

- 2) при исполнении клиентского поручения на совершение сделки с ценными бумагами;
- 3) при раскрытии клиенту информации о сделках с ценными бумагами, совершенных в рамках договора на брокерское обслуживание;
- 4) при оказании сопутствующих договору на брокерское обслуживание услуг;
- 5) при осуществлении брокерско-дилерской компанией или ее работниками иной финансовой деятельности, не связанной с обслуживанием клиентов в рамках договоров на брокерское обслуживание;
- 6) при регулировании норматива собственных средств и иных финансовых показателей.

Проявления, относящиеся к первым четырем пунктам классификации, связаны с нарушениями прав и законных интересов определенных клиентов при совершении конкретных сделок. Последние два пункта – это проявления, не связанные непосредственно с исполнением (неисполнением) договоров на брокерское обслуживание. Эти проявления нарушают права и законные интересы клиентов косвенно, как бы «рикошетом».

Б) Источник возникновения

Проявления конфликтов интересов можно классифицировать исходя из подразделения брокерско-дилерской компании, в котором оно было отмечено:

- 1) торговое подразделение;
- 2) менеджер счета;
- 3) операционное подразделение;
- 4) руководство брокерско-дилерской компании.

Последний пункт объединяет в себе проявления конфликтов интересов и нарушения, допущенные руководством брокерско-дилерской компании. К этому же пункту относятся и проявления конфликтов интересов, источником возникновения которых является деятельность иных (не упомянутых ранее в классификации) подразделений брокерско-дилерской компании. При этом мы руководствуемся мнением о том, что главной причиной их появления

являются просчеты руководства в распределении потоков служебной информации внутри брокерско-дилерской компании.

В) Характер нарушения

Проявления конфликтов интересов могут порождать:

- 1) нарушения, являющиеся следствием случайных ошибок работников брокерско-дилерской компании;
- 2) нарушения, происходящие из-за ошибок построения цепочки бизнес-процессов по брокерскому обслуживанию клиентов;
- 3) осознанные нарушения прав и законных интересов клиентов;
- 4) нарушения, возникающие по причине пренебрежения процедурами контроля и риск-менеджмента в брокерско-дилерской компании.

Г) Последствия для клиентов

В зависимости от последствий для клиентов проявления конфликтов интересов

- 1) наносят прямой финансовый ущерб интересам клиента;
- 2) приводят к упущенной выгоде;
- 3) повышают рискованность вложений и проведения операций клиентов.

Мы рассмотрели предпосылки возникновения и проявления конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности.

Проблемы клиентов брокерско-дилерских компаний, связанные с особенностями работы на рынке ценных бумаг в современных условиях (большие объемы информации и трудности с анализом собственного отношения к риску), а также ошибки в управлении брокерско-дилерскими компаниями, создают предпосылки для проявления конфликтов интересов.

Все формы проявлений конфликтов интересов можно разделить на две основные группы, в зависимости от природы возникновения того или иного проявления:

1. Формы проявлений конфликтов интересов, непосредственно связанных с осуществлением брокерской деятельности

2. Формы проявлений конфликтов интересов при совмещении различных видов деятельности на рынке ценных бумаг с брокерской.

Разнообразие возможных проявлений конфликтов интересов выражается через их классификации, сформированные по различным признакам.

Изучив предпосылки возникновения и формы проявлений конфликтов интересов, мы переходим к практической части, в которой рассматриваются виды нарушений прав и законных интересов клиентов при осуществлении брокерской деятельности, а также способы их урегулирования.

2.3. Виды нарушений прав и законных интересов клиентов при осуществлении брокерской деятельности

О том, что конфликты интересов имеют место во взаимоотношениях брокерско-дилерской компании и клиента, свидетельствуют многочисленные факты нарушений прав и законных интересов клиентов. Данный раздел работы посвящен анализу практики наиболее распространенных нарушений прав и законных интересов клиентов при осуществлении брокерской деятельности.

Рассуждая в теоретической плоскости, мы рассматривали экономические интересы участников рынка ценных бумаг при осуществлении брокерской деятельности. Но на практике оперировать такой категорией, как «экономические интересы» не представляется возможным. Здесь более приемлемо использование понятий «права» и «обязанности».

Несмотря на свое название, Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ (далее – Закон «О защите прав инвесторов») не содержит четко сформулированного перечня прав инвесторов. Попытаемся сформулировать права клиентов брокерско-дилерской компании, о защите которых пойдет речь в данной работе.

Клиент имеет право:

- осуществлять выбор брокерско-дилерской компании для заключения договора на брокерское обслуживание исходя из собственных целей и интересов, без «нажима» со стороны брокерско-дилерской компании;
- заключать договор на брокерское обслуживание, условия которого соответствуют требованиям нормативных правовых актов, регулирующих брокерскую деятельность;
- получать информацию о брокерско-дилерской компании и объектах инвестиций, в том числе потенциальных, предусмотренную нормативными правовыми актами;
- получать от брокерско-дилерской компании обоснованные рекомендации по объектам инвестиций, если это предусмотрено условиями договора на брокерское обслуживание;
- требовать от брокерско-дилерской компании неразглашения информации о себе и объектах инвестиций;
- требовать от брокерско-дилерской компании своевременного и точного исполнения поручений на покупку-продажу ценных бумаг;
- требовать от брокерско-дилерской компании обособления денежных средств, предназначенных для инвестирования в ценные бумаги по договору на брокерское обслуживание, на специальном брокерском счете, а также обособления ценных бумаг клиента на счете депо;
- получать своевременные и полные отчеты об исполнении поручений на покупку-продажу ценных бумаг, а также исчерпывающие комментарии по их содержанию от брокерско-дилерской компании;
- требовать от брокерско-дилерской компании выполнения функций налогового агента;
- требовать возмещения убытков, причиненных халатными или противоправными действиями работников брокерско-дилерской компании на условиях, предусмотренных договором на брокерское обслуживание и/или законодательством Российской Федерации;

- отстаивать свои права в судебных инстанциях.

В Главе 1 мы упоминали о механизмах поддержания баланса системы экономических интересов. На данном этапе необходимо осветить эту проблему в ином ракурсе.

При регулировании баланса интересов в такой сфере, как брокерская деятельность на рынке ценных бумаг, приоритет должен отдаваться, с нашей точки зрения, административным механизмам. Это связано с тем, что существует значительная разница в уровне знаний о рынке брокерско-дилерской компании и ее клиентов.

Основным элементом поддержания баланса в системе «брокерско-дилерская компания – клиент» являются ограничения, накладываемые на брокерско-дилерскую компанию со стороны государственных регулирующих органов.

В настоящее время правовая база, регулирующая осуществление брокерской деятельности в Российской Федерации, в целом сложилась. В существующих документах «красной нитью» проходит тема защиты прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний, в особенности – физических лиц.

Обозначим основные направления регулирования брокерской деятельности на рынке ценных бумаг, как они сформулированы в нормативных правовых актах:

- обязанности брокерско-дилерской компании по отношению к клиентам;
- обязанности брокерско-дилерской компании, связанные с совершением сделок по поручениям клиентов;
- обязанности брокерско-дилерской компании, связанные с раскрытием информации;
- требования к финансовому положению брокерско-дилерской компании;
- квалификационные требования к сотрудникам и требования к

организационной структуре брокерско-дилерской компании.

Подробнее обязанности и требования к деятельности брокерско-дилерской компании изложены в Приложении 3.

Осветив вопросы, связанные с правами клиентов и обязанностями брокерско-дилерских компаний, мы переходим к рассмотрению конкретных случаев нарушений прав и законных интересов клиентов.

Первые упоминания о санкциях, возложенных на брокеров за нарушения при ведении бизнеса, встречаются в документах, датированных концом XIII века. Так, в староанглийских хрониках рынок ценных бумаг был упомянут в связи с тем, что в 1296 году лично король Эдуард I повелел публично выпороть нескольких не чистых на руку лондонских брокеров.²²

Несколько столетий спустя тяжелые финансовые потери, вызванные недобросовестной посреднической деятельностью на рынке ценных бумаг, явились причиной принятия парламентом Великобритании в 1697 году «Акта, ограничивающего число и недобросовестную деятельность брокеров и других участников фондового рынка». Согласно этому закону брокеры должны были поклясться проводить лишь честные операции. Количество брокеров в Англии не должно было превышать 100, их комиссионные могли составлять не более 10% стоимости сделки, и каждый из них должен был иметь при себе соответствующее металлическое удостоверение личности установленного образца. Таким образом, появились первые стандартные ограничения для посреднической деятельности, и вводилась сертификация данной разновидности бизнеса.

Развитие рынка ценных бумаг, увеличение объемов торговли, усложнение инструментов приводит к развитию профессиональной деятельности, проявляющемуся в укрупнении брокерско-дилерских компаний, увеличении количества оказываемых ими услуг. При этом отмечается и рост

²² Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. – С. 30.

совершаемых нарушений. Так в США в 1920-е годы отмечался значительный рост сбережений физических лиц. Именно в это время люди самых разных социальных слоев стали вкладывать свои денежные средства в ценные бумаги. Это привело к значительному росту числа брокерско-дилерских компаний, возникновению новых инструментов и технологий торговли ценными бумагами. Такой бум на фондовом рынке не мог не привлечь к себе недобросовестных брокеров. В результате регулирующие органы не могли оставаться в стороне от происходящего. Они, в свою очередь, стали предпринимать попытки контролировать деятельность как брокерско-дилерских компаний, так и эмитентов.²³

В начале 30-х годов прошлого века в США появляются первые законы, регулирующие операции на рынке ценных бумаг, в том числе и такую сферу, как защита прав и законных интересов инвесторов. В настоящее время созданная в США система защиты прав клиентов брокерско-дилерских компаний работает весьма эффективно. Широко используются такие санкции, как штрафы, но главная опасность для брокерско-дилерской компании, нарушающей права клиентов, состоит в удалении как отдельного специалиста, так и целой брокерско-дилерской компании из весьма прибыльного профессионального бизнеса с ценными бумагами. За особо серьезные нарушения предусмотрена даже уголовная ответственность. Такие санкции стали возможны благодаря ведению регулируемыми органами полной базы данных обо всех брокерско-дилерских компаниях и профессиональной карьере работников этих компаний. Если специалист был уличен регулируемыми органами в том или ином нарушении прав клиентов, этот факт будет отмечен и в различных информационных базах данных, что незамедлительно отразится на его профессиональной карьере.

Данные нарушения свидетельствуют о необходимости создания системы

²³ Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. – С. 47.

выявления и предотвращения нарушений прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний.

Комиссия по ценным бумагам и биржам США, саморегулируемые организации, фондовые биржи осуществляют постоянный контроль за деятельностью брокерско-дилерских компаний, выявляют нарушения, принимают меры по их недопущению в будущем. Этим занимаются высококвалифицированные работники, как правило, ранее работавшие на рынке ценных бумаг. Результаты работы Комиссии по ценным бумагам и биржам США в данном направлении широко освещаются в средствах массовой информации, в частности, в сети Интернет, в периодических изданиях.

Для целей настоящей работы представляется важным дать подробную характеристику наиболее распространенным видам нарушений прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерскими компаниями с практической точки зрения. Так как большинство нарушений возможно выявить лишь при проведении проверки деятельности брокерско-дилерской компании регулирующими органами, мы сформулировали предложения по способам выявления тех или иных нарушений.

К **первой группе** следует отнести нарушения, связанные с выбором объектов инвестиций и поиском клиентов.

1. Гарантирование успеха инвестиций в целях брокерско-дилерской компании.

Весьма распространенными являются случаи, когда менеджер счета обещает, дает гарантии клиенту, что ценная бумага, которую он советует приобрести (или уже приобрел для клиента) имеет хороший потенциал и обязательно вырастет в цене, то есть инвестиции гарантирован успех. Для опытного инвестора очевидно, что на рынке ценных бумаг не может существовать гарантий, и менеджер счета либо склонен преувеличивать по причине непрофессионализма или скрытого умысла, либо располагает недоступной широкому кругу лиц (инсайдерской) информацией. Возможно,

брокерско-дилерская компания имеет какие-либо скрытые мотивы для таких заявлений о том или ином инструменте. В частности, основой могут послужить заключенный с эмитентом договор об андеррайтинге, желание «избавиться» от этой ценной бумаги в собственном портфеле брокерско-дилерской компании и др. В любом случае, данные действия можно считать незаконными и не способствующими реализации интересов клиента.

Клиент также не должен нести убытки из-за непрофессионализма работников брокерско-дилерской компании. Как брокерско-дилерские компании, так и их работники обязаны подчиняться установленным стандартам индустрии рынка ценных бумаг, в частности касающимся их квалификации. В большинстве стран к работе на рынке ценных бумаг и обслуживанию клиентов допускаются только лица, успешно сдавшие установленный государственными органами или саморегулируемыми организациями квалификационный минимум. Однако обвинение в непрофессионализме, как правило, трудно доказуемо: ошибки и неуспешная деятельность работника брокерско-дилерской компании сами по себе нарушениями не являются, и клиент при заключении договора принимает на себя эти риски.

Использование инсайдерской информации при совершении сделок на рынке ценных бумаг, как клиентом, так и брокерско-дилерской компанией, запрещено законом практически во всех странах.

2. Использование информации о клиенте, его инвестиционных планах в целях брокерско-дилерской компании.

Данный вид нарушений часто встречается как в российской, так и в зарубежной практике. Главная проблема состоит в том, что в брокерско-дилерской компании аккумулируется большой объем информации о клиенте, и возникает возможность использовать ее в целях самой брокерско-дилерской компании при совершении дилерской, брокерской, консалтинговой деятельности, а также операций по андеррайтингу и др. Помимо контроля за соблюдением работниками брокерско-дилерской компании норм

профессиональной этики, необходимо осуществлять управление потоками служебной информации с целью предотвращения ее утечки.

3. Навязывание клиенту ценных бумаг.

Права и законные интересы клиента могут быть нарушены, когда происходит продажа клиенту ценных бумаг эмитента, с которым у брокерско-дилерской компании есть соответствующее соглашение о продвижении этих ценных бумаг на рынке. Естественно, что данное соглашение перед клиентами никак не афишируется. В другом случае брокерско-дилерская компания может быть заинтересована в повышении цены на данные ценные бумаги. Причины для этого могут быть различными, например, брокерско-дилерская компания является владельцем неликвидного пакета, от которого никак не может избавиться без существенных потерь. К таким ценным бумагам применим термин «домашние» ценные бумаги. Брокерско-дилерские компании всеми способами стараются необоснованно повлиять на повышение цены на «домашние» ценные бумаги, пока не представится ситуация извлечь из них прибыль. Как только цены на «домашние» ценные бумаги достигают предела, необходимого брокерско-дилерской компании для безубыточной их продажи, она продает свой пакет. После этого, как правило, цены на «домашние» ценные бумаги резко падают, и инвесторы теряют свои деньги. Но проблема заключается не только в том, что клиент значительно (иногда даже в несколько раз) переплачивает за «домашнюю» ценную бумагу. Многие инвесторы, раз приобретя «домашнюю» ценную бумагу, не могут ее продать, так как многие брокерско-дилерские компании следуют политике неосуществления чистых продаж, то есть не исполняют поручение клиента продать пакет «домашних» ценных бумаг до тех пор, пока не найдется покупатель, желающий приобрести равное число бумаг.

Нарушением прав и законных интересов клиентов является использование брокерско-дилерскими компаниями практики, которая носит название «щелчки» («flips» в переводе с английского означает «щелчки»). Суть данной практики состоит в следующем. Менеджер счета А осуществляет

покупку определенного пакета ценных бумаг для своего Клиента А по цене X, одновременно с этим Менеджер счета Б рекомендует своему Клиенту Б продать такой же пакет этих ценных бумаг по цене Y. При этом выполняются два условия:

А) Менеджер счета А и Менеджер счета Б являются служащими одной и той же брокерско-дилерской компании и осуществляют клиентские сделки по предварительному сговору;

Б) $X - Y > 0$.

В результате пакет ценных бумаг переходит со счета депо Клиента А на счет депо брокерско-дилерской компании, а со счета депо брокерско-дилерской компании на счет депо Клиента Б (всего две сделки купли-продажи). Брокерско-дилерская компания получает доход от торговой операции (разница между ценами покупки и продажи), а также комиссионное вознаграждение от обоих клиентов.

За рубежом, в частности в США, брокерско-дилерские компании, навязывающие клиенту ценные бумаги, зачастую используют так называемую «бойлерную» практику. Брокерско-дилерские компании прибегают к поиску клиентов-физических лиц и/или к продаже ценных бумаг по телефону. Это явление характерно для более развитого рынка, где вся клиентская база уже поделена, и новой компании достаточно трудно выйти на рынок со своими услугами. В России такая практика не распространена, отечественные брокерско-дилерские компании с целью привлечения клиентов проводят обычно агрессивную рекламную кампанию в средствах массовой информации.

При отсутствии личного контакта с менеджером счета, то есть при инвестировании по телефону, клиент подвергается дополнительному риску потери средств. В юридической литературе США существует даже специальный термин, появившийся более пяти десятков лет назад, для обозначения продаж ценных бумаг, осуществляемых под нажимом работника брокерско-дилерской компании. Данная практика носит название «бойлерной»

из-за высокого давления и нажима, проявляемого в ходе стремления продать ценные бумаги.

Процесс начинается с рассылки рекламных писем, в основном, по различным профессиональным группам потенциальных клиентов, учитывающим социальный уровень, финансовые возможности, психологические особенности той или иной группы. В письмах рисуются блестящие финансовые перспективы, которые сулят недорогие, но перспективные ценные бумаги, как правило, акции. Вслед за этим появляется соответствующая конъюнктурная литература. Далее наступает очередь телефонного звонка от работника брокерско-дилерской компании, которого называют «открывателем», и он продает клиенту пакет ценных бумаг. Обычно клиенту не дают времени сосредоточиться и требуют принятия мгновенного решения о покупке предлагаемых ценных бумаг, мотивируя это уникальностью представившегося шанса. При этом недобросовестный «открыватель» явно намекает, что располагает какой-то инсайдерской информацией, которая, дойдя до рынка, спровоцирует бурный рост курсовой стоимости. Из-за необходимости принятия быстрого решения клиент испытывает влияние стресса. В этой ситуации люди становятся более внушаемыми.

Затем в адрес клиента идет поток корреспонденции от брокерско-дилерской компании, приносящей «хорошие новости об эмитенте», а затем – заключительный этап – звонок от «бойлерного брокера», образно называемого «загрузчиком», который увеличивает приобретенный клиентом пакет акций.

По мнению Комиссии по ценным бумагам и биржам США, «бойлерная» практика подпадает под запрет в рамках положений о мошенничестве по двум различным основаниям. Во-первых, рекомендации, сделанные предполагаемым покупателям в отношении ценной бумаги, должны быть мотивированно обоснованы менеджером счета, и они должны сопровождаться раскрытием известных или легко подтверждаемых фактов, оказывающих влияние на суть сделанных предположений о перспективах инвестирования в

данный финансовый инструмент. Во-вторых, клиентам должен раскрываться факт отсутствия необходимой и адекватной для принятия инвестиционного решения финансовой информации. Если клиент продолжает настаивать на сделке, в обязанности менеджера счета (в соответствии с нормами профессиональной этики) входит обязательное уведомление о возможных рисках, связанных с приобретением ценных бумаг без изучения такой информации.

4. Неподходящие рекомендации и чрезмерная концентрация клиентского портфеля.

В обязанности брокерско-дилерской компании входит следить за тем, чтобы рекомендуемые для приобретения клиентом ценные бумаги соответствовали его инвестиционным целям, то есть удовлетворяли по степени риска и доходности. Еще один принцип инвестирования, который должен соблюдаться – диверсификация вложений.

В российских нормативных правовых актах данные обязанности брокерско-дилерских компаний четко и однозначно не сформулированы. Однако отечественные саморегулируемые организации требуют, чтобы при совершении сделок для клиента брокерско-дилерская компания руководствовалась исключительно интересами клиента. В США брокерско-дилерская компания обязана выполнять опекунские функции или функции доверителя по отношению к клиенту. Другими словами, не позволять себе рекомендовать клиенту бумаги, не соответствующие его инвестиционным целям или противоречащие основным принципам инвестирования.

Главным правилом, много раз подтвержденным практикой, является диверсификация объектов инвестиций. На эту тему было проведено много серьезных экономических исследований, поэтому правило о необходимости диверсификации инвестиционного портфеля не вызывает сомнений.

Тем не менее, по экспертной оценке, большинство брокерско-дилерских компаний допускают факты излишней концентрации клиентского портфеля. Количество такого рода нарушений заметно возросло в конце 90-х годов

прошлого века в связи с бумом на акции технологических компаний, которые показывали хороший рост.

Вторая группа нарушений прав и законных интересов клиентов – нарушения, непосредственно связанные с фактом совершения сделки.

1. Совершение дилерских сделок брокерско-дилерской компанией в ущерб интересам клиентов.

Такой вид нарушений прав и законных интересов клиентов носит название «торговля вперед – торговля на перспективу» и заключается в следующем. Брокерско-дилерская компания осуществляет дилерские сделки по ценам, более благоприятным, чем цена клиентского лимитного поручения, если клиент не осуществляет контроль за очередностью исполнения поручений.

2. Незаконное использование средств клиентов и несанкционированные сделки.

В данном случае следует обратить внимание на наличие двух возможных вариантов.

С одной стороны, брокерско-дилерская компания не вправе распоряжаться средствами клиента, находящимися у нее, без соответствующего поручения последнего. Данное ограничение четко установлено нормативными правовыми актами и правилами саморегулируемых организаций. Однако такое нарушение, как несанкционированное использование клиентских средств, обычно денежных, для целей брокерско-дилерской компании или других ее клиентов, до сих пор имеет место. Несанкционированные сделки совершаются, как правило, на внебиржевом рынке. Если проверить факт сделки по биржевым отчетам не представляет особой сложности, по крайней мере, для регулирующих органов, то скрыть сделку, совершенную брокерско-дилерской компанией со средствами клиента на внебиржевом рынке без санкции и даже без ведома последнего, достаточно просто.

С другой стороны, мы считаем, что к данному виду нарушений можно отнести факты использования некомпетентности и злоупотребления доверием клиентов в случаях, когда брокерско-дилерской компании известно, что клиент в значительной мере полагается на рекомендации менеджера счета при принятии инвестиционных решений или клиент выдает на имя брокерско-дилерской компании соответствующие доверенности, позволяющие распоряжаться денежными средствами и ценными бумагами, принадлежащими клиенту. Такая позиция объясняется следующим. Менеджер счета, располагая информацией об инвестиционных целях клиента, сознательно предлагает осуществить вложения в ценные бумаги, не соответствующие этим целям.

Такой вид нарушений прав клиентов, как несанкционированные сделки, был чрезвычайно распространен на этапе становления рынка ценных бумаг в нашей стране, когда отсутствовали четкие требования к учету и отчетности в брокерско-дилерской компании, а обороты внебиржевого рынка значительно превышали обороты биржевого рынка. Сейчас такого рода нарушения тоже имеют место, но встречаются уже гораздо реже.

3. Манипулирование средствами клиентов («чернинг»).

Обычно договором на брокерское обслуживание предусмотрено, что брокерско-дилерская компания получает комиссионное вознаграждение за проведенные сделки, независимо от их прибыльности. Механизм манипулирования средствами клиентов заключается в следующем. Если была совершена брокерская сделка, брокерско-дилерская компания «автоматически» рассчитывает и списывает в свою пользу комиссионное вознаграждение по заранее оговоренному тарифу. Такой подход, в принципе, можно считать правильным, так как разделить все сделки купли-продажи ценных бумаг по каким-то признакам, критериям, в зависимости от которых будет взиматься или не взиматься комиссионное вознаграждение, не представляется возможным. В любом случае эти критерии будут условны,

признаки субъективны, что породит еще больше споров между клиентом и брокерско-дилерской компанией.

Но такой способ взимания комиссионного вознаграждения служит основой для злоупотреблений, которые допускают недобросовестные брокерско-дилерские компании, осуществляющие порой сделки купли-продажи ценных бумаг для клиента, единственной целью которых является комиссионное вознаграждение. Этот вид злоупотреблений называется «чернинг» или «сбивание масла» («churning» в переводе с английского означает «сбивание масла»). Он позволяет увеличивать комиссионное вознаграждение брокерско-дилерской компании, сумма которого вычитается из выручки при продаже ценных бумаг или относится на себестоимость при покупке. Чрезмерный «чернинг» может привести к существенному истощению счета клиента. Обычно такие сделки осуществляются без ведома клиента, когда у брокерско-дилерской компании есть доверенность на совершение операций по клиентскому денежному счету и она является оператором/попечителем счета депо клиента. В некоторых случаях брокерско-дилерская компания, пользуясь имеющимся у нее влиянием на принятие клиентом инвестиционных решений, создает ситуацию и/или вынуждает клиента давать поручения на совершение таких сделок. Однако даже если брокерско-дилерская компания ставит клиента в известность о намерении совершить такие сделки, подобная деятельность все равно расценивается как недобросовестная, так как брокерско-дилерская компания навязывает клиенту сделки, исходя из собственных корыстных мотивов, а не интересов клиента.

В США биржевые правила и нормы Комиссии по ценным бумагам и биржам запрещают «чернинг». Однако доказать факт его применения брокерско-дилерской компанией, как правило, очень трудно.

4. «Парковка».

Теоретически термин «парковка» предполагает вложение средств в надежный и малорисковый инструмент на время, пока рассматриваются альтернативные инвестиционные возможности. Например, инвестор может

положить средства, вырученные от продажи акций или облигаций, на депозит, приносящий проценты, на время, пока рассматривается вопрос покупки других ценных бумаг. Такая операция сама по себе нарушением не является. Но термин «парковка» используется также для определения незаконных операций. В этом случае «парковка» представляет собой серию операций, в результате которых брокерско-дилерская компания переводит чьи-либо ценные бумаги на счет своего клиента без его ведома или с его формального согласия (когда он не знает о подлинной цели данной операции) для того, чтобы скрыть настоящего владельца ценных бумаг. Такие сделки являются простой ширмой и осуществляются за короткий период времени. Естественно «парковка» является возмездной операцией, то есть инвестор, желающий скрыть, что он является собственником ценных бумаг, выплачивает «паркующей» брокерско-дилерской компании гонорар (или компенсацию) за возможные неблагоприятные изменения рыночной цены или гарантирует выкупить эти ценные бумаги по фиксированной цене в конкретное время. В результате данной операции из оборота изымается определенный пакет ценных бумаг и помещается в «подконтрольные руки».

Такая операция может использоваться в различных целях. В частности, «парковка» применяется при ликвидации и уменьшении рискованных позиций для того, чтобы формально удовлетворить требования, предъявляемые регулируемыми органами к собственным средствам или иным нормативам, обязательным для соблюдения брокерско-дилерской компанией. Цель подобных операций также может состоять в том, чтобы умышленно «вывести» ценные бумаги какого-либо эмитента из оборота (сократить число ценных бумаг в широкой продаже) в целях манипулирования ценами. Данные операции могут проводиться для ускорения процесса заключения соглашения об андеррайтинге, что требует избавиться от «лишних» ценных бумаг, сведя общее число обращаемых акций до требуемого минимума. Операции по «парковке» осуществляются при проведении кампании по скупке акций с

целью получения контрольного пакета лицом, не желающим раскрывать свое инкогнито перед регулирующими органами либо эмитентом.

Естественно, брокерско-дилерская компания не уведомляет клиента о сомнительном характере данных сделок, а также о получаемом за проведение «парковки» вознаграждении.

5. Нарушения прав клиентов, связанные со сделками, совершенными на рынке ценных бумаг работниками брокерско-дилерской компании.

Работники брокерско-дилерской компании, совершая сделки на рынке ценных бумаг за собственный счет, могут использовать служебную информацию, тем самым нарушая права клиентов. При совершении собственных сделок работник брокерско-дилерской компании должен соблюдать принцип первичности интересов клиентов и брокерско-дилерской компании. Работники брокерско-дилерской компании не должны использовать информацию о состоянии счетов клиентов и брокерско-дилерской компании при принятии собственных инвестиционных решений.

Порядок совершения работниками брокерско-дилерской компании сделок на рынке ценных бумаг должен четко регламентироваться внутренними документами брокерско-дилерской компании и являться объектом пристального внимания со стороны службы внутреннего контроля (контролера) брокерско-дилерской компании. По нашему мнению, проверке службы внутреннего контроля должна подвергаться каждая сделка, совершенная работником.

За рубежом операции, совершаемые за счет и/или в интересах работников брокерско-дилерской компании, жестко регламентируются как регулирующими органами, так и подразделениями внутреннего контроля. Можно выделить некоторые основополагающие принципы регламентации, к которым относятся: неспекулятивный характер сделок; полное раскрытие информации об имущественном положении работника перед брокерско-дилерской компанией, включая информацию о состоянии счетов; равные условия при обслуживании сделок клиентов и работников, в частности это

касается действий при подаче поручений. Описанные принципы должны соблюдаться и российскими брокерско-дилерскими компаниями, так как полностью соответствуют предъявляемым регулирующим органом требованиям о соблюдении приоритета интересов клиента, добросовестности и конфиденциальности сведений о состоянии счетов клиентов.

б. Возможные случаи нарушений прав клиентов при совершении маржинальных сделок.

Многие российские брокерско-дилерские компании готовы предоставлять своим клиентам услуги по осуществлению маржинальной торговли. Маржинальные сделки могут быть весьма выгодными как для клиентов, так и для брокерско-дилерской компании. Клиенту предоставляется возможность покупать ценные бумаги с частичной или отсроченной оплатой под обеспечение активов (ценных бумаг и денежных средств), находящихся в его портфеле. При этом все ценные бумаги клиента хранятся на счетах депо, попечителем или оператором которых выступает брокерско-дилерская компания. Но маржинальная торговля чрезвычайно выгодна и для брокерско-дилерской компании. Во-первых, спрэд между ставкой привлечения средств брокерско-дилерской компанией и процентной ставкой, уплачиваемой клиентом является значительным источником дохода брокерско-дилерских компаний. Во-вторых, покупка с частичным обеспечением создает кредитное плечо и позволяет клиенту иметь в распоряжении больший объем активов. Таким образом, увеличивается объем сделок, совершаемых клиентами, а следовательно, возрастает и комиссионное вознаграждение брокерско-дилерской компании.

В то же время с маржинальной торговлей связан и целый ряд сложностей для клиента. Главную из них можно сформулировать следующим образом. Желая всеми возможными способами побудить клиента приобретать ценные бумаги в кредит, брокерско-дилерская компания старается по возможности умолчать о чрезмерных рисках, возникающих при осуществлении маржинальной торговли. В результате таких рискованных

сделок клиент в самый неожиданный момент получает «маржинальное требование» или обнаруживает, что его позиция ликвидирована с убытками.

«Как показывает и опыт западных коллег, и недолгая практика применения маржинальной торговли на российском рынке операций, при удачном стечении обстоятельств именно этот вид способен принести максимальную прибыль в минимальные сроки. Однако не стоит забывать о том, что всегда выигрывать невозможно. И вот тут кроется главная опасность маржинальной торговли. Если на традиционном рынке случилось падение на 5%, инвестор теряет приблизительно столько же – в данном случае десятые доли процента не играют значительной роли. С маржинальной торговлей дела обстоят хуже – кредитуемый брокером клиент, «заложившийся» на падение рынка, например на 5%, рискует потерять все свои средства, если падение составит, скажем, 5,02%.»²⁴

Учитывая значительные риски маржинальной торговли, регулирующие органы многих стран формулируют требования к совершению маржинальных сделок. Прежде всего, это требования соблюдения установленного уровня маржи и требования к ценным бумагам, с которыми допускается совершение маржинальных сделок. Требования российских регулирующих органов содержатся в Приложении 4.

7. Нарушения прав клиентов, связанные с торговлей через Интернет.

Мы выделяем данные нарушения в отдельную группу, однако их связь с используемыми на рынке ценных бумаг Интернет-технологиями условна. Просто в настоящее время наиболее часто они встречаются именно у Интернет-брокеров.

При заключении договора на брокерское обслуживание клиентам следует весьма серьезно отнестись к выбору типа поручения. Например, «стоп» поручение содержит в себе следующие угрозы для средств клиента.

²⁴ Защита клиента – ключ к композиции. Интервью с К. Корищенко. //Вестник НАУФОР. – 2001. – №4.

Данный вид манипуляции практикуется с акциями средней ликвидности. Суть состоит в том, что брокерско-дилерская компания, получив от своего клиента поручение продавать бумаги, как только цена (даже на незначительное время) снизится, например, на 5%, может самостоятельно спровоцировать такую ситуацию на рынке. В результате брокерско-дилерская компания получает комиссионное вознаграждение, а клиент – сделку, в которой он, может быть, не заинтересован.

Второй вид нарушений связан с частичным исполнением заявки. Это имеет смысл только в случае фиксированного комиссионного вознаграждения. Клиент может поручить брокерско-дилерской компании приобрести ценные бумаги, либо, соглашаясь на частичное исполнение поручения, если клиенту требуется 1000 акций сразу, а на рынке сейчас продается только 200, либо на условиях «все или ничего». Допустим, что три клиента одной брокерско-дилерской компании поручили приобрести для них по 1000 акций эмитента А. На рынке имеется предложение на продажу, но только на 1000 акций эмитента А. По правилам, брокерско-дилерская компания должна полностью исполнить поручение клиента, полученное по времени раньше других и получить комиссионное вознаграждение за эту сделку в размере X. Оставшиеся два поручения брокерско-дилерская компания, если это возможно, должна выполнить позднее по очереди, когда на рынке появятся соответствующие предложения на продажу. Однако брокерско-дилерская компания делит приобретенные 1000 акций между тремя клиентами (например, 300, 300 и 400) и взимает с каждого из них определенную сумму фиксированных комиссионных. Очевидно, что при совершении последующих сделок по приобретению оставшейся части ценных бумаг для каждого из них (соответственно, 700, 700 и 600) брокерско-дилерская компания не будет взимать комиссию. Но ведь ситуация на рынке меняется каждую минуту, и необходимость в приобретении акций эмитента А может исчезнуть вовсе. Выгода брокерско-дилерской компании состоит в том, что вместо комиссионных в размере X, в нашем примере он получает 3X.

Задержка предоставления клиентам подтверждений по сделкам нередко используется брокерско-дилерскими компаниями на ликвидном рынке. Суть нарушения в следующем. Брокерско-дилерская компания получает поручение на покупку ценных бумаг по рыночной цене, исполняет его, но не сообщает о сделке клиенту, а занимает выжидательную позицию. Если котировки опустятся, клиенту отправляется подтверждение о покупке, взимается комиссионное вознаграждение. В результате получается, что клиент совершил невыгодную покупку. Если котировки поднимутся, брокерско-дилерская компания ничего не сообщая клиенту о проведенной сделке, продает этот лот по рыночной цене от своего имени (возможно, этому же клиенту), выигрывая на разнице курсов.

К **третьей группе** относятся нарушения, связанные с несоблюдением брокерско-дилерской компанией требований регулирующих органов, касающихся организации бизнеса брокерско-дилерской компании как профессионального участника рынка ценных бумаг. Такие нарушения напрямую могут и не затрагивать интересы клиентов, однако мы рассматриваем их в данном контексте по двум причинам.

Во-первых, несоблюдение брокерско-дилерской компанией требований регулирующих органов, таких как минимальный размер собственных средств, уровень маржи, может привести к санкциям, налагаемым регулируемыми органами, которые затронут интересы клиентов. Например, такая санкция, как приостановление действия или аннулирование лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, влечет запрет на осуществление профессиональной деятельности, в частности на исполнение поручений клиентов, а также прекращение членства на бирже. В данном случае прямой обязанностью брокерско-дилерской компании как профессионального участника рынка является недопущение подобных ситуаций и возникающего в результате ущемления интересов клиентов.

Во-вторых, разработанные регулируемыми органами нормативы призваны оценивать финансовое положение брокерско-дилерской компании и

выполнять предупреждающую функцию в случае возникновения финансовых затруднений. На первое место здесь выходит такой показатель, как собственные средства брокерско-дилерской компании. Учитывая это, регулирующие органы предъявляют определенные требования к методике расчета и размеру собственных средств финансовых организаций. При этом регулирующие органы руководствуются тем, что собственные средства будут служить своего рода смягчающим буфером против убытков, которые может понести финансовая организация. В данном случае, чем больше размер собственных средств, тем больше у клиентов и контрагентов уверенности в том, что брокерско-дилерская компания вовремя и в полном объеме выполнит свои финансовые обязательства.

Вопрос достаточности собственных средств является весьма важным, хотя и не единственным фактором при оценке финансовой устойчивости брокерско-дилерской компании. Актуальность данного показателя для деятельности финансовых организаций объясняется, прежде всего тем, что эти организации работают в основном за счет привлеченных средств, большинство из которых являются краткосрочными обязательствами или обязательствами до востребования. Поэтому для брокерско-дилерских компаний, как ни для кого другого, важно поддерживать ликвидность, то есть способность своевременно и в полном объеме платить по своим обязательствам. В условиях высокой взаимозависимости финансовых компаний невыполнение одной из них своих обязательств вызывает «эффект домино» для многих других участников рынка.

Регулирующие органы осуществляют постоянный контроль за соблюдением брокерско-дилерской компанией минимальной величины собственных средств. Формально проверка происходит каждый квартал на основании данных отчетности, которую брокерско-дилерские компании направляют в ФСФР России. Среди прочих форм отчетности представляется и расчет собственных средств на последнюю отчетную дату. При этом нельзя не признавать тот факт, что в большинстве случаев брокерско-дилерские

компания четыре раза в год «подгоняют» результат своего расчета под минимально требуемый уровень. Задача для них облегчается еще и тем, что брокерско-дилерские компании не представляют в ФСФР России всех данных аналитического учета, необходимых для проверки правильности расчета, а в самой методике (из-за особенностей отечественного бухгалтерского учета) отсутствуют указания на конкретные счета синтетического или аналитического учета.

Манипулирование данными финансовой отчетности, в частности, показателем собственных средств или уровня маржи, может привести к неожиданным финансовым затруднениям, неисполнению обязательств перед клиентами и контрагентами, а в худшем случае – к банкротству.

Мы попытались максимально полно рассмотреть возможные варианты нарушений прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний. Однако на практике дела обстоят несколько иначе. Тот или иной вид нарушения не всегда можно встретить в чистом виде. Следует также отметить, что обычно, когда расследуется дело о нарушении прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний, речь идет о целом ряде взаимосвязанных нарушений. Проиллюстрируем это на реальных примерах из практики расследований Комиссии по ценным бумагам и биржам США (подобная информация по российскому рынку ценных бумаг не публикуется).

1. Дело Майкла Т. Стадера и Касл секьюритиз Корп. от 14 октября 2004 года.²⁵

Майкла Т. Стадера, как президента компании Касл секьюритиз Корп., обвиняли в манипулировании средствами клиента Фиби Шиллинг («чернинге»), неудовлетворительной организации системы внутреннего контроля и нарушении принципов честной торговли на рынке ценных бумаг.

²⁵ Здесь и далее приведены материалы отчетов о расследованиях, проведенных Комиссией по ценным бумагам и биржам США, опубликованные на сайте <http://www.sec.gov>.

Фиби Шиллинг, восьмидесятилетней пенсионерке, было предложено осуществлять торговлю ценными бумагами по схеме «Активный счет». Программа компании Касл секьюритиз Корп. «Активный счет» предполагала открытие дискреционного маржинального счета, предназначенного для внутридневного трейдинга. Такой «Активный счет» по правилам брокерско-дилерской компании открывался ежедневно, а закрытие его происходило в конце каждого торгового дня. Менеджер счета (работник Касл секьюритиз Корп.), клиентом которого уже не первый год была Фиби Шиллинг, игнорируя ее инвестиционные предпочтения (акции фондов облигаций и предприятий коммунального сектора), предложил ей осуществлять сделки с ценными бумагами в рамках данной программы, не упомянув о рисках. Наоборот, он уверял клиента в безрисковости работы в рамках программы «Активный счет». Клиентка согласилась открыть «Активный счет» в Касл Секьюритиз Корп. на сумму \$20 000, полагаясь на рекомендации менеджера счета, и предоставила ему все необходимые доверенности. Год спустя Шиллинг изъяла эти деньги, но пополнила счет за счет акций паевых фондов на сумму \$86 000. В результате за период с 1993 по 1999 год по данному счету было совершено более 30 000 сделок (20 сделок в день), коэффициент оборачиваемости составил 3,3. Несмотря на то, что в некоторые годы счет демонстрировал прибыль, реализованный убыток по нему составил \$8 050, Касл Секьюритиз Корп. получила комиссионное вознаграждение в размере \$567 635, а сумма уплаченных процентов за осуществление маржинальной торговли оценивалась в \$3 000. Обвинение в «чернинге» подтвердилось, так как в ходе расследования было доказано, что такой коэффициент оборачиваемости чрезмерно высок для клиента, придерживающегося консервативной стратегии. По результатам данного расследования лично на Стадера и Касл секьюритиз Корп. были наложены дисциплинарные взыскания и штрафы.

2. 23 октября 2003 года Комиссия по ценным бумагам и биржам США инициировала процесс по делу компании Дж. В. Барклай энд Ко. и персонально восьми ее работников. Их обвиняли в совершении

несанкционированных клиентами сделок, манипулировании средствами клиентов («чернинге»), неподходящих для клиентов рекомендациях с июня 1997 по декабрь 1998. Их также обвиняли в неисполнении поручений (инструкций) клиентов. Все клиенты придерживались рискованной стратегии инвестирования, однако, в некоторых случаях риски от сделок, совершенных Дж. В. Барклай энд Ко., превышали все возможные пределы, и клиентам об этом не сообщалось. Дж. В. Барклай энд Ко. выбирала малоизвестные финансовые инструменты, которые обращались на зарубежных развивающихся рынках. Риски маржинальной торговли также не были доведены до сведения клиентов. Факты «чернинга» подтверждались расчетами коэффициента оборачиваемости по счетам некоторых клиентов, показатели которого колебались в границах от 5 до 8. Случаи неисполнения инструкций клиентов были связаны с отказом в переводе счетов в другие брокерско-дилерские компании.

По результатам данного расследования работники Дж. В. Барклай энд Ко. были привлечены к дисциплинарной ответственности и выплатили штраф на сумму более 100 000 \$.

3. При рассмотрении дела брокерско-дилерской компании Дел Мар Файненшл Сервисиз 14 августа 2001 года Комиссией по ценным бумагам и биржам был выявлен целый ряд нарушений прав и законных интересов клиентов. Так, единственный владелец компании Дел Мар Файненшл Сервисиз Кевин Дилл и его друг Джей Шодури были вовлечены в незаконную схему по продвижению и продаже акций неизвестной на рынке компании Компэратор Системз Корпорейшн.

Схема заключалась в следующем:

- Шодури приобретал акции у эмитента по определенной цене, с дисконтом, равной $X-U$ (где U - дисконт).
- Дилл настойчиво рекомендовал клиентам Дел Мар Файненшл Сервисиз приобрести акции Компэратор Системз Корпорейшн, ссылаясь на их возможный потенциал роста. При этом он не информировал клиентов о

наличии заключенного договора с эмитентом о продвижении акций (что он должен был сделать в соответствии с требованиями законодательства и норм профессиональной этики), а, напротив, сообщал клиентам о том, что осуществляет сделки исключительно за комиссионное вознаграждение. Продажа акций клиентам осуществлялась уже по цене X (без дисконта).

В результате осуществления таких сделок Шодури получил дополнительный доход в сумме \$100 000, а Дилл - \$500 000.

Помимо незаконной схемы продвижения ценных бумаг, были выявлены нарушения, связанные с покрытием убытков брокерско-дилерской организации за счет средств клиентов. В мае 1996 года на рынке отмечался стремительный рост цен на акции Компэратор Системз Корпорейшн. Трейдер Дел Мар Файненшл Сервисиз, полагая, что повышательный тренд не сохранится надолго, совершил «короткую» продажу акций Компэратор Системз Корпорейшн. Однако рост цен продолжился, а откупить акции по более низкой цене не удалось. В то же самое время Дилл рекомендовал клиентам, владеющим акциями Компэратор Системз Корпорейшн, продавать их, пользуясь благоприятной ситуацией на рынке. На брокерско-дилерскую компанию обрушился вал клиентских поручений на продажу акций Компэратор Системз Корпорейшн. Дилл принял решение закрыть сделку Дел Мар Файненшл Сервисиз по «короткой» продаже²⁶ за счет акций, продаваемых клиентами. Поручения клиентов на продажу акций были исполнены по ценам, удовлетворяющим Дел Мар Файненшл Сервисиз. В своих разъяснениях, предоставленных клиентам относительно полученных убытков, брокерско-дилерская компания ссылаясь на неблагоприятную рыночную конъюнктуру. В результате таких рыночных манипуляций восьми

²⁶ Под термином «короткая» продажа подразумевается сделка по продаже ценных бумаг без покрытия, то есть тех ценных бумаг, которых на момент совершения сделки у продавца нет в наличии. В данном случае, продавец ожидает снижения рыночного курса этих ценных бумаг и планирует их купить, чтобы поставить покупателю и завершить свою сделку по продаже, по более низкой цене.

клиентам брокерско-дилерской компании Дел Мар Файненшл Сервисиз был нанесен ущерб в размере \$860,160.

Комиссией по ценным бумагам и биржам США было принято решение взыскать с брокерско-дилерской компании Дел Мар Файненшл Сервисиз и лично с ее владельца штраф и компенсацию ущерба клиентам на общую сумму в размере \$1 701 677. Шодури было предписано вернуть незаконно полученные \$100 000. Кроме того, к Дел Мар Файненшл Сервисиз были применены дисциплинарные меры (запрет на осуществление брокерской деятельности).

Анализ материалов расследований, проведенных Комиссией по ценным бумагам и биржам США, дает всестороннее представление о практических аспектах проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности и подтверждает объективность существования самих конфликтов интересов. При этом следует отметить, что в работе автор руководствовалась исключительно зарубежными источниками, в частности, материалами Комиссии по ценным бумагам и биржам США, а также американских юристов, адвокатов, специализирующихся на ведении в суде дел о нарушениях прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг. Российские источники, освещающие подобные вопросы, практически отсутствуют. Такого рода информация публикуется отечественными регулирующими органами редко, не на периодической основе и в обобщенном виде. Это делает ее практически непригодной для анализа. Поэтому выводы о положении дел с нарушениями прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний в нашей стране могут базироваться, в основном, на экспертных оценках.

2.3. Способы выявления нарушений прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний.

Описанные в разделе 2.2. нарушения прав и законных интересов клиентов могут быть выявлены только в ходе специальных проверок деятельности брокерско-дилерских компаний. Проверка может проводиться как государственными регулирующими органами, так и силами саморегулируемых организации. Необходимо также отметить, что некоторые из описанных процедур могут использоваться службой внутреннего контроля брокерско-дилерской компании.

Здесь можно обозначить два направления проверки: с одной стороны, это проверка порядка осуществления брокерской деятельности, а с другой – проверка деятельности брокерско-дилерской компании с точки зрения выявления наиболее распространенных видов нарушений прав клиентов.

Проверка порядка осуществления брокерской деятельности.

Целесообразность такой проверки обоснована, если у инспекторов, проводящих проверку, отсутствуют обоснованные подозрения относительно конкретных фактов нарушений прав и законных интересов клиентов.

По списку клиентов брокерско-дилерской компании инспекторы выбирают ряд клиентов, сделки которых подлежат подробному, детальному анализу. При осуществлении выборки следует учитывать структуру клиентской базы и объемы сделок. Особое внимание следует уделить клиентам, по поручениям которых совершаются сделки на внебиржевом рынке (как мы уже отмечали ранее, такие сделки подвержены большему риску). Для более объективной картины следует выбирать как клиентов со стандартными условиями обслуживания, так и клиентов, которым оказываются дополнительные или специальные услуги.

Инспекторы тщательно проверяют, анализируют условия договора на брокерское обслуживание, права и обязанности сторон; порядок документооборота и соблюдение договорной дисциплины при совершении сделок с ценными бумагами; адекватность величины и правильность расчета

комиссионного вознаграждения; необходимость и наличие правильно оформленных доверенностей на брокерско-дилерскую компанию, а также иные стороны взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента, которые мы ранее уже подробно рассматривали.

Представляется целесообразным изучить процедуру совершения брокерской сделки по этапам, начиная от принятия поручения от клиента на совершение сделки.

Особо следует обратить внимание на такие следующие детали:

- механизм получения поручения от клиента и соблюдение условий поручения при заключении сделки;
- порядок уведомления клиента о выполнении (невыполнении) поручения;
- содержание клиентских отчетов, а также порядок и сроки их предоставления.

Инспекторы оценивают меры, предпринимаемые брокерско-дилерской компанией в целях сегрегации денежных средств и ценных бумаг клиентов во внутреннем учете. В результате инспекторы должны получить четкое представление о документообороте при заключении брокерской сделки (какие документы оформляет торговое подразделение, какие – операционное подразделение, какие – бухгалтерия; кто в брокерско-дилерской компании отвечает за прием клиентских поручений, подготовку договоров купли-продажи, оформление и выдачу отчетов клиентам). Если брокерско-дилерская компания работает через различных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, на неорганизованном рынке, должны быть рассмотрены все возможные технологии работы и максимально возможный перечень предоставляемых услуг.

По выбранным по различным критериям (например, объем, цена, инструмент, величина комиссионного вознаграждения и т.п.) сделкам инспекторы проверяют правильность оформления всех документов внутреннего учета, в том числе:

- поручения клиента;
- распорядительной записки;
- договора купли-продажи (если сделка внебиржевая);
- документов, свидетельствующих об оплате и перерегистрации ценных бумаг;
- отчетов, предоставляемых клиентам.

Проверяется полнота отражения данных сделок в регистрах внутреннего учета, бухгалтерских документах.

Особое внимание инспекторам следует обратить на сделки, в которых клиентами и контрагентами выступали аффилированные лица брокерско-дилерской компании.

Инспекторам также должна быть доступна информация о движении и остатках по счетам депо клиентов и брокерско-дилерской компании. Если брокерско-дилерская компания самостоятельно осуществляет депозитарную деятельность, то получить такого рода информацию не представляется сложным. Выписки по счетам владельца брокерско-дилерской компании можно получить в депозитариях/реестрах, в которых у брокерско-дилерской компании открыты соответствующие счета. Если брокерско-дилерская компания не имеет депозитарной лицензии, инспекторам следует обратить внимание на наличие соглашений о выполнении брокерско-дилерской компанией функций попечителя счета, доверенности на назначение оператора счета депо.

Проверка деятельности брокерско-дилерской компании с точки зрения выявления наиболее распространенных видов нарушений прав клиентов.

Здесь мы предлагаем проанализировать способы выявления конкретных нарушений прав и законных интересов клиентов. Рассмотрение способов выявления нарушений будет осуществляться в том порядке, в каком описаны сами нарушения в разделе 2.2 настоящей работы.

1. Выявление фактов гарантирования успеха инвестиций в целях брокерско-дилерской компании.

Как мы уже отмечали в разделе 2.2, выявление такого рода нарушений представляется затруднительным. Поэтому в данном контексте при выявлении возможных нарушений прав и законных интересов клиентов следует обращать внимание на случаи явной навязчивости, допускаемые со стороны брокерско-дилерской компании при выборе объекта инвестиций, а также уровень профессионализма работников брокерско-дилерской компании, путем проверки наличия у них соответствующих квалификационных аттестатов.

При проверке инспекторам следует проанализировать следующие документы:

- переписку брокерско-дилерской компании с клиентом;
- условия договора на брокерское обслуживание.

2. Выявление случаев использования информации о клиенте, его инвестиционных планах в целях брокерско-дилерской компании.

Выявление нарушений, связанных с использованием информации о клиенте в корыстных целях, напрямую связано с проверкой функционирования системы внутреннего контроля брокерско-дилерской компании. Именно на службе внутреннего контроля лежит ответственность за создание рациональной системы распределения функций, а также формирование и поддержание политики «китайских стен».

Распределение функций достигается путем создания такой организационной структуры и такого распределения полномочий руководящих работников, при которых обеспечивается принятие решений в определенной области на основе независимых суждений, без учета пожеланий, намерений, интересов или конфиденциальной информации в каких-либо конкурирующих или конфликтующих областях деятельности брокерско-дилерской компании. Такое распределение функций усиливается с помощью политики «китайских стен».

«Китайская стена» – это форма организации деятельности брокерско-дилерской компании, в соответствии с которой конфиденциальная информация, известная работникам, занятым в одной области, не становится

доступной (прямо или косвенно) работникам, занятым в другой сфере деятельности брокерско-дилерской компании. При этом информация, полученная в рамках одной сферы деятельности брокерско-дилерской компании, не должна оказывать влияние на принятие решений в другой сфере деятельности, для которой она является конфиденциальной.

Как правило, «китайские стены» создаются для проведения границы между следующими подразделениями:

- операционными подразделениями брокерско-дилерской компании, которые обычно получают конфиденциальную информацию, например бэк-офисом, и такими подразделениями, как торговый, аналитический отделы;

- клиентским блоком и любым другим подразделением.

Для поддержания «китайских стен» используют как физическое разделение различных подразделений, путем размещения работников в отдельных помещениях, так и организационное разделение, путем распределения функций и полномочий работников и руководителей брокерско-дилерской компании. При этом созданные «китайские стены» не должны препятствовать нормальной, эффективной работе компании, порождать необоснованные трудности при обслуживании клиентов, способствовать излишней бюрократизации брокерско-дилерской компании.

При проверке возможного использования информации о клиенте в целях брокерско-дилерской компании инспекторам следует проанализировать организационную структуру брокерско-дилерской компании, убедиться в фактах физического разделения клиентского, операционного и торгового подразделений, а также изучить следующие документы:

- Инструкцию о внутреннем контроле;
- отчеты контролера;
- штатное расписание;
- должностные инструкции работников брокерско-дилерской компании.

3. Выявление фактов навязывания клиенту ценных бумаг.

Для того чтобы выявить факты таких нарушений, инспекторам следует прибегнуть к изучению следующих документов:

- журналы внебиржевых сделок клиентов и брокерско-дилерской компании за определенный период;
- выписки по счетам депо клиентов и брокерско-дилерской компании за определенный период.

Анализируя указанные документы, необходимо обратить внимание на цены сделок купли-продажи ценных бумаг, заключенных между брокерско-дилерской компанией и ее клиентами.

Подтвердить факт использования брокерско-дилерской компанией «бойлерной» практики и доказать допущенное нарушение прав клиента в рамках судебного разбирательства можно, требуя от брокерско-дилерской компании письменную информацию о рекомендуемом объекте инвестиций. Как правило, недобросовестные брокерско-дилерские компании отказывают клиенту в предоставлении подобных документов.

4. Выявление фактов неподходящих рекомендаций и чрезмерной концентрации клиентского портфеля.

Проверка соблюдения брокерско-дилерской компанией правила приемлемости сделок, соответствия выбранной инвестиционной стратегии финансовому и имущественному положению клиента представляется для инспекторов затруднительной, так как в данном случае отсутствуют четкие критерии оценки. Но инспекторы могут составить мнение о данной стороне работы брокерско-дилерской компании посредством изучения следующих документов:

- анкеты клиента,
- договоров на брокерское обслуживание, наличия у брокерско-дилерской компании доверенности на право распоряжаться денежными средствами и ценными бумагами клиента и/или статуса оператора/попечителя счета депо,

- журнала сделок указанного клиента за период,
- переписки с клиентом, в том числе наличия жалоб в адрес брокерско-дилерской компании или, напротив, положительных отзывов клиентов,
- отчетов, предоставляемых клиентам;
- выписок по счетам депо клиента за определенный период (с целью выявления чрезмерной концентрации инвестиций).

Анкета клиента, как правило, содержит достаточную информацию, позволяющую сделать вывод о финансовом и имущественном положении клиента, его инвестиционных предпочтениях и возможностях, уровне знаний, необходимых для работы на рынке ценных бумаг.

При изучении данных отчетности и переписки с клиентом инспекторы должны сделать вывод о том, насколько способ изложения информации в отчетности о совершенных брокерско-дилерской компанией сделках соответствует уровню знаний о рынке ценных бумаг самого клиента, насколько понятной для него является информация, отражаемая в отчетах.

Факты продаж ценных бумаг эмитентов, с которым у брокерско-дилерской компании есть соответствующее соглашение о продвижении этих ценных бумаг на рынке, на наш взгляд, можно не выделять в самостоятельный блок проверки, так как, по сути, он близок к уже рассмотренному нами направлению проверки. К перечню документов, подлежащих проверке, следует добавить:

- соглашение о предоставлении услуг финансового консультанта инвестору или эмитенту,
- реестр сделок, полученный от организатора торгов с ценными бумагами определенного эмитента за установленный период,
- журнал дилерских сделок за определенный период,
- журнал брокерских сделок за определенный период,
- отчеты, предоставляемые клиентам.

Анализ реестра сделок позволит инспекторам получить представление о ситуации, складывающейся на рынке с ценными бумагами эмитента. Полученную информацию о движениях курсов следует «наложить» на сведения о корпоративных действиях эмитента, а также о дилерских и брокерских сделках, совершенных брокерско-дилерской компанией. Если сложившаяся картина позволит выявить некоторые закономерности, свидетельствующие о манипулировании ценами, действия брокерско-дилерской компании могут быть расценены и как нарушение требований о добросовестном отношении к клиентам, и как нарушение требований о недопустимости манипулирования ценами на рынке ценных бумаг.

5. Выявление дилерских сделок брокерско-дилерской компанией, совершенных в ущерб интересам клиентов.

Такие дилерские сделки можно выявить при сопоставлении данных внутреннего учета и документов торговых систем, в которых фиксируется время совершения сделки. Для проверки инспекторам необходимо ознакомиться со следующими документами:

- поручениями клиентов, в которых должна содержаться информация о дате и времени их получения,
- журналом брокерских сделок за определенный период,
- реестром сделок, полученным от организатора торговли за определенный период,
- журналом дилерских сделок за определенный период.

При проверке следует обратить внимание на даты и время получения брокерско-дилерской компанией клиентских поручений и сравнить их с датами и временем совершения брокерских и дилерских сделок с определенной ценной бумагой.

6. Выявление случаев незаконного использования средств клиентов и несанкционированных сделок.

Выявить данное нарушение можно на основании данных внутреннего учета и бухгалтерской информации брокерско-дилерской компании. Для этого достаточно проанализировать такие документы:

- поручения клиентов на сделки, в которых должна содержаться информация о дате и времени их получения брокерско-дилерской компанией;
- журнал брокерских сделок данного клиента за определенный период;
- реестр сделок, полученный от организатора торговли, за определенный период;
- договоры купли-продажи ценных бумаг, в отношении которых имеются подозрения в том, что сделки были совершены без ведома клиента, но за его счет;
- выписки о движении денежных средств клиента по специальному брокерскому счету за определенный период;
- выписки по счетам депо клиента за определенный период;
- отчеты, предоставляемые клиентам.

Сопоставив указанные документы, можно сделать однозначный вывод о наличии или отсутствии факта нарушения прав и законных интересов клиентов.

7. Выявление случаев манипулирования средствами клиентов («чернинга»).

Для доказательства факта «чернинга» требуется ряд основных элементов:

Во-первых, брокерско-дилерская компания должна располагать официальным контролем над принятием инвестиционных решений, с использованием средств клиента. Как правило, этот контроль выражается в наличии соответствующей доверенности, выданной клиентом на имя брокерско-дилерской компании. Устного соглашения на право управления средствами клиента в данном случае недостаточно, российское законодательство не допускает возможность использования такой схемы

работы. Сложнее доказать факты «чернинга», когда имеет место так называемый контроль «де факто», когда клиент на постоянной основе следует всем рекомендациям брокерско-дилерской компании или одобряет сделки уже после их совершения.

Во-вторых, присутствие умысла со стороны брокерско-дилерской компании, когда сделки с ценными бумагами сознательно совершаются с целью получения дополнительного комиссионного вознаграждения и в ущерб интересам клиента. В данном случае необходимо тщательно изучить принципы расчета комиссионного вознаграждения и порядок взаиморасчетов между брокерско-дилерской компанией и клиентом.

В-третьих, наличие излишней торговой активности по счету клиента. Однако само по себе большое число сделок еще не может быть доказательством «чернинга».

Совокупность этих элементов, проявляющихся в определенной степени, свидетельствует о фактах «чернинга». Для выявления фактов «чернинга» при проверке деятельности брокерско-дилерской компании потребуется изучить следующие документы:

- договор на брокерское обслуживание;
- журнал брокерских сделок;
- поручения клиентов;
- отчеты, предоставляемые клиентам;
- выписки по счетам депо клиента.

Помимо перечисленных документов, следует также проанализировать бухгалтерские документы (ведомости по счетам реализации) и выяснить суммы комиссий, полученных брокерско-дилерской компанией.

Специалистами из США предлагается использовать следующие количественные показатели для подтверждения фактов «чернинга»²⁷:

К1 – стоимость обслуживания активов (в процентах). Данный показатель рассчитывается как отношение издержек клиента, связанных с исполнением поручений, таких как комиссионное вознаграждение и процент за маржинальный кредит, уплаченных брокерско-дилерской компании, оплата услуг инфраструктурных организаций, продажные скидки и т.п., к средней стоимости портфеля ценных бумаги клиента за определенный период.

К2 – коэффициент оборачиваемости. К2 рассчитывается как отношение суммарной стоимости купленных ценных бумаг за один рабочий день к средней стоимости портфеля ценных бумаг клиента. Данное соотношение показывает, во сколько раз оборот по счету превышает остаток средств.

За рубежом принято руководствоваться следующими критериями:

Таблица 1

Описание признака	К1	К2
Возможность присутствия фактов «чернинга»	4%	2
Предположительное наличие фактов «чернинга»	8%	4
Очевидное наличие фактов «чернинга»	12%	6

Помимо количественных показателей при проверке следует проанализировать, насколько постоянен состав портфеля ценных бумаг клиента. Предлагается использовать такие числовые ориентиры:

➤ 45 % ценных бумаг находятся в клиентском портфеле менее полугода;

²⁷ По данным материалов, представленных Мейсоном Аланом Дайнхартом на сайте <http://www.fend.com> – Fend Securities Expert Witness

- 67 % ценных бумаг находятся в клиентском портфеле менее 9 месяцев;
- 82% ценных бумаг находятся в клиентском портфеле менее 1 года.

Но такой анализ должен учитывать также рыночную ситуацию и инвестиционные качества ценных бумаг.

Считается, что у клиента, придерживающегося неспекулятивной стратегии, количество сделок с ценными бумагами за месяц не должно превышать 10. Если было совершено более 15 сделок в месяц, данный факт должен привлечь внимание регулирующих органов как потенциальное нарушение.

8. Выявление фактов «парковки».

Выявить факты «парковки» можно при помощи анализа следующих документов:

- расчета размера собственных средств брокерско-дилерской компании,
- журнала брокерских сделок за определенный период,
- журнала дилерских сделок за определенный период,
- выписок по счетам депо клиентов и брокерско-дилерской компании за определенный период.

При анализе расчета собственных средств следует обратить внимание на состав финансовых вложений, принимаемых к расчету. При этом целесообразно рассмотреть показатель размера собственных средств в динамике, и не только на отчетные даты, но и на выбранные даты, например, в середине месяца. Скачкообразные изменения размера собственных средств брокерско-дилерской компании, как правило, свидетельствуют о нестабильном финансовом положении. Если при этом брокерско-дилерская компания может удовлетворять требованиям, предъявляемым к размеру собственных средств, только на отчетные даты, а в другое время этот

показатель значительно ниже установленного минимума, данный факт может свидетельствовать о присутствии такого нарушения, как «парковка». Чтобы доказать это, необходимо изучить также содержание клиентских поручений и отчетов, предоставляемых клиентам.

Следует также обращать внимание на записи о крупных сделках или сериях сделок, проведенных по счетам клиента в конце месяца и сразу же в начале следующего месяца.

9. Выявление нарушений прав клиентов, связанных со сделками, совершенными на рынке ценных бумаг работниками брокерско-дилерской компании.

При проведении проверки необходимо выяснить, есть ли среди клиентов работники брокерско-дилерской компании, и какой порядок контроля предусмотрен за их сделками. Документы, подлежащие проверке:

- штатное расписание;
- список клиентов на брокерское обслуживание;
- Инструкция о внутреннем контроле;
- отчеты контролера;
- журнал сделок работника за определенный период;
- журнал брокерских сделок за определенный период.

10. Выявление нарушений прав клиентов при совершении маржинальных сделок.

При совершении маржинальных сделок наиболее распространенным нарушением является сознательное или несознательное пренебрежение установленными нормативами. Так как маржинальные сделки выгодны брокерско-дилерской компании, она игнорирует требования регулирующих органов к их осуществлению, тем самым подвергая несведущего клиента чрезмерному риску. Другая опасность для клиента, таящаяся в маржинальной торговле, заключается в том, что брокерско-дилерская компания использует для кредитования ценными бумагами или денежными средствами одного

клиента средства других своих клиентов, которые могут об этом и не подозревать.

Документы для проверки и анализа:

- соглашение о предоставлении услуг по совершению маржинальных сделок,
- бухгалтерские документы, на основании которых можно осуществить расчет величины обеспечения, уровня маржи и установленных нормативов,
- журнал учета направленных клиентам требований о внесении средств в размере, достаточном для увеличения уровня до ограничительного уровня маржи,
- журнал брокерских сделок за определенный период.

При проверке соответствия маржинальных сделок требованиям регулирующих органов осуществляется расчет показателей на заданные даты, оцениваются действия брокерско-дилерской компании по поддержанию требуемых нормативов. Необходимо также удостовериться в том, что все маржинальные сделки осуществляются только через организаторов торговли и только с определенными ценными бумагами.

Анализ условий соглашения о предоставлении услуг по совершению маржинальных сделок позволит сделать вывод об условиях займа; размере процента, уплачиваемого клиентом за пользование кредитом; форме и порядке отчетности перед клиентом.

К нарушениям, связанным с совершением маржинальных сделок, можно отнести также жалобы клиентов относительно того, что брокерско-дилерская компания открывает маржинальный счет, не объяснив клиенту всех дополнительных рисков и возможных сложностей, связанных с маржинальной торговлей. Так как при торговле с использованием маржинального счета вовлекаются заемные средства, возникают дополнительные риски, о которых клиенту должно быть известно заранее.

11. Выявление нарушений прав клиентов, связанных с торговлей через

Интернет.

Нарушения прав клиентов при обслуживании через Интернет редко принципиально отличаются от обычных нарушений. Следовательно, для их выявления можно использовать стандартные, уже описанные нами способы. Однако в некоторых случаях для выявления нарушений прав клиентов при совершении брокерско-дилерскими компаниями сделок с использованием Интернет-технологий требуется детальное изучение технических средств и программного обеспечения, что может стать темой для отдельной работы.

12. Выявление нарушений, связанных с несоблюдением брокерско-дилерской компанией требований регулирующих органов, касающихся организации бизнеса брокерско-дилерской компании как профессионального участника рынка ценных бумаг.

Такие нарушения, как правило, затрагивают интересы клиента лишь косвенно, поэтому не требуют специально выработанных подходов к выявлению. Они могут быть выявлены путем стандартных приемов и процедур обычной проверки хозяйственной деятельности организации. Подробнее на них мы останавливаться не будем, так как это выходит за рамки настоящей работы.

Таким образом, в Главе 2 мы поэтапно и всесторонне проанализировали формы проявлений конфликтов интересов, возникающих между клиентом и брокерско-дилерской компанией, а также рассмотрели основные нарушения прав и законных интересов клиентов и предложили способы выявления этих нарушений. На основании вышеизложенного выделим главное.

Рассматривая практическую сторону вопроса, важно остановиться на предпосылках возникновения, а также описать формы проявлений конфликтов интересов. В дальнейшем это дает ключ к пониманию природы возникающих нарушений прав и законных интересов клиентов.

По нашему мнению, все нарушения целесообразно разделить на три группы:

- нарушения, связанные с выбором объектов инвестиций и

поиском клиентов;

- нарушения непосредственно связанные с фактом совершения сделки;
- нарушения, связанные с несоблюдением брокерско-дилерской компанией требований регулирующих органов, касающихся организации бизнеса брокерско-дилерской компании, как профессионального участника рынка ценных бумаг.

Эта и предложенные в разделе 2.1 классификации позволяют, подробно описывая только наиболее распространенные виды нарушений, охватить все аспекты взаимодействия брокерско-дилерской компании и клиента.

Рассмотренные нами виды нарушений прав клиентов свидетельствуют о том, что конфликты интересов пронизывают все этапы взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента. Следовательно, выявить эти нарушения можно только в ходе всесторонней проверки деятельности брокерско-дилерской компании.

Глава 3. Методы урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности в рамках трехуровневой системы

3.1. Роль государственных органов в урегулировании конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности

Построение эффективной системы урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности напрямую зависит от существующей в государстве системы регулирования рынка ценных бумаг.

Основным фактором, который следует учитывать при создании системы регулирования рынка ценных бумаг в стране, – экономические интересы участников рынка. Государственное регулирование рынка ценных бумаг должно осуществляться при условии соблюдения определенных принципов.

Как отмечает В.В. Булатов, «первым принципом является научная обоснованность государственного регулирования фондового рынка. Соблюдение этого принципа предполагает глубокое изучение практики, опыта работы отечественного фондового рынка и зарубежных фондовых рынков, знание долгосрочных тенденций и закономерностей развития рынка, непротиворечивость принимаемых решений и т.п. И на основе всего этого должно быть ясное предвидение последствий принимаемых решений. Вторым принципом может быть названо оптимальное распределение ответственности между отдельными органами исполнительной власти в регулировании фондового рынка, между федеральными и региональными органами и саморегулируемыми организациями (объединениями, ассоциациями, гильдиями)».²⁸ Одна из наиболее часто встречающихся проблем в условиях формирующегося рынка, которая существует и в нашей стране, – это дробление ответственности за состояние рынка между многочисленными правительственными институтами. В России это ФСФР России, Министерство финансов Российской Федерации, Банк России. Данная проблема имеет глубокие корни. В сложившейся ситуации следует отметить, с одной стороны, неоднозначное определение полномочий и очевидное неравенство возможностей этих органов власти при осуществлении регулирования рынка ценных бумаг, а с другой – несогласованность позиций по ряду весьма важных вопросов.

Однако в настоящее время подходы к регулированию рынка ценных бумаг в нашей стране принципиально меняются. Создание весной 2004 года Федеральной службы по финансовым рынкам и упразднение ФКЦБ России является первым этапом на пути реализации концепции образования мегарегулятора отечественного финансового рынка. Предполагается, что в дальнейшем новый мегарегулятор позволит устранить существующие

²⁸ Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок. В 2 т. Т.2. – М.: Наука, 2004. – С.104-105.

недостатки в регулировании рынка ценных бумаг. «В настоящее время такой финансовый мегарегулятор существует в Великобритании, и его деятельность может служить образцом для создания мегарегулятора во многих странах. Единый мегарегулятор существует также в Дании, Исландии, Японии, Корее, Норвегии, Швеции, Венгрии, Латвии и Эстонии».²⁹ Обсуждение концепции мегарегулятора финансового рынка выходит за рамки настоящей работы. Но по нашему мнению, создание такого регулирующего органа – дело весьма отдаленного будущего. Главная причина состоит в колоссальной сложности поставленной задачи: должны быть решены политические, организационные, технические, кадровые, финансовые проблемы. Поэтому в данной работе мы опираемся на реалии существующей системы регулирования рынка ценных бумаг. На сегодняшний день в качестве главного государственного регулирующего органа на рынке ценных бумаг выступает ФСФР России. Именно она отвечает как за вопросы регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, так и эффективности мер по защите прав и законных интересов инвесторов.

Государственному органу, регулирующему рынок ценных бумаг, необходимо определить приоритеты в сфере регулирования брокерской деятельности, важнейшим из которых, несомненно, должна быть защита прав клиентов. На сегодняшний день некоторые аспекты проблемы регулирования конфликтов интересов и защиты прав и законных интересов клиентов нашли свое отражение в большинстве нормативных правовых актов, касающихся брокерской деятельности на рынке ценных бумаг. Однако комплексный подход к формированию механизмов защиты прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний на государственном уровне отсутствует.

²⁹ Кормош Ю., Буркова А. Шаги к созданию финансового мегарегулятора в России // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 15(318). – С. 69.

В нашей стране государственные органы призваны играть значительную роль в деле защиты прав клиентов брокерско-дилерских компаний. «Важной особенностью российского массового сознания (что не свойственно американскому населению) является традиционная надежда на государство как на защитника и социального гаранта. На рынке ценных бумаг это трансформировалось в переоценку значимости государственных институтов. Данное обстоятельство хорошо понимали в дореволюционной России. Поэтому царское правительство проводило весьма детальную и всестороннюю политику защиты мелкого инвестора от рисков, возникающих на рынке ценных бумаг»³⁰. Эти реалии следует учитывать при создании системы урегулирования конфликтов интересов и предотвращении нарушений прав и законных интересов клиентов.

На современном этапе можно выделить следующие приоритетные направления работы государственных органов по урегулированию конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности:

1. Изменение требований к учету, отчетности и финансовым показателям брокерско-дилерской компании;
2. Создание системы мониторинга операций с ценными бумагами;
3. Совершенствование надзорных процедур;
4. Изменение технологии банкротства брокерско-дилерских компаний с учетом интересов клиентов;
5. Создание компенсационных и страховых схем;
6. Работа с инвесторами по разъяснению рисков на рынке ценных бумаг;
7. Формирование базы данных по российскому рынку ценных бумаг, включающей информацию о брокерско-дилерских компаниях и специалистах, работающих на рынке;

³⁰ Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. – С.14.

8. Предложения по использованию методики расчета сумм убытков, нанесенных клиентам действиями/бездействием брокерско-дилерской компании.

Рассмотрим каждое из указанных направлений подробнее.

1. Изменение требований к учету, отчетности и финансовым показателям брокерско-дилерской компании

Совершенствование требований к учету, отчетности и расчету финансовых показателей брокерско-дилерской компании может сыграть основополагающую роль в предотвращении большого количества нарушений прав и законных интересов клиентов. В настоящее время сложилась следующая ситуация в области учета операций с ценными бумагами, осуществляемых брокерско-дилерскими компаниями. Существуют общие требования к ведению бухгалтерского учета для всех предприятий и организаций, которые распространяются также на брокерско-дилерские компании. Они не в полной мере отвечают потребностям индустрии ценных бумаг. Во-первых, действующий План счетов и Инструкция по его применению³¹ не предполагают введение дополнительных счетов, которые бы позволяли напрямую отражать, например, такие специфические операции, как «короткие» продажи или сделки на срочном рынке. Во-вторых, бухгалтерский учет ведется с целью составления налоговой и финансовой отчетности для внешних пользователей. В-третьих, операции в бухгалтерском учете отражаются, как правило, на день оплаты (приходования средств). В связи с этим контрольные процедуры регулирующих органов становятся неэффективными, процесс выявления допущенных нарушений существенно затрудняется. В частности, это касается таких аспектов, как расчет показателей, отражающих финансовое положение брокерско-дилерской

³¹ Приказ Минфина России «Об утверждении плана счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организации и инструкции по его применению» от 31 октября 2000 года № 94н.

компании на любой момент времени, что чрезвычайно важно для финансовой организации.

Регулирующий орган требует от брокерско-дилерских компаний вести, так называемый, внутренний учет операций с ценными бумагами. Во внутреннем учете должны находить отражение все операции с ценными бумагами. В настоящее время разработаны требования к первичным документам, учетным регистрам и отчетности брокерско-дилерских компаний.³² Но внутренний учет призван, прежде всего, фиксировать этапы прохождения сделки с ценными бумагами, предоставлять информацию о позициях клиентов и брокерско-дилерской компании по ценным бумагам и денежным средствам в любой момент времени. Документами, на основании которых осуществляется отражение операций во внутреннем учете, являются поручения клиентов, распорядительные записки, отчеты клиентам. Требования к плану счетов внутреннего учета не существует. Более того, он может вообще отсутствовать. Иными словами, внутренний учет – это управленческий учет, многие параметры его индивидуальны и отличаются в разных брокерско-дилерских компаниях. Следовательно, выдвигать какие-либо требования к расчету показателей, базирующихся на данных внутреннего учета, невозможно.

На сегодняшний день брокерско-дилерские компании ведут внутренний учет отдельно и в дополнение к бухгалтерскому. Однако внешнему пользователю составить всестороннее, объективное мнение о финансовом положении российской брокерско-дилерской компании не представляется возможным. Эта сфера как бы «выпадает» из поля зрения и бухгалтерского, и внутреннего учета. Отсутствие в России стандартов учета для брокерско-

³² Порядок ведения внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую, дилерскую и деятельность по управлению ценными бумагами, утвержденный постановлением от 11 декабря 2001 г. ФКЦБ России № 32 и Минфина России № 108н.

дилерских компаний, соответствующих международным образцам, а также подготовленных бухгалтеров и аудиторов способствует процветанию «серых» схем торговли ценными бумагами, нарушению прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний. Решение данной проблемы невозможно без согласованных усилий, как минимум, трех ведомств: ФСФР России, Минфина России и Банка России.

Проблемы в учете порождают соответствующие проблемы и в отчетности.

Отчетность, предоставляемую брокерско-дилерскими компаниями в регулирующие органы, нельзя расценивать как полноценный источник информации о деятельности брокерско-дилерской компании. Данные предоставляются в обобщенном виде и на периодической основе. Однако и они могут давать регулирующим органам «пищу для размышлений», в частности, при выборе потенциальных объектов для проверки. Для того, чтобы отчетность стала наглядным отражением финансового положения брокерско-дилерской компании, после устранения проблем с учетом, необходимо сформировать систему относительных показателей, наиболее полно отражающих финансовое положение и риски именно брокерско-дилерских компаний, установив при этом пороговые значения для некоторых из них.

Так, перечень существующих показателей следует дополнить

- коэффициентами, характеризующими концентрацию бизнеса брокерско-дилерской компании на крупнейших клиентах, включая не только анализ остатков средств клиентов на дату, но и оборотов, а также доходов компании от их обслуживания;
- коэффициентами, характеризующими доходную базу в разрезе категорий обслуживаемых клиентов (физические лица, институциональные инвесторы и прочие юридические лица), а также видов предоставляемых клиентам услуг (традиционное брокерское обслуживание, маржинальная торговля, дилерская

деятельность, депозитарная деятельность, прочие инвестиционные услуги, в т.ч. управление активами, организация слияний и поглощений, консультационные и прочие услуги).

Следует также изменить и требования к расчету финансовых показателей, сделав ссылки на определенные счета бухгалтерского учета.

В целом, отчетность должна выполнять следующие функции.

А) Контроль за деятельностью определенной брокерско-дилерской компании.

Б) Выявление тенденций в работе брокерско-дилерских компаний.

В) Сбор статистической информации о деятельности брокерско-дилерских компаний, объемах операций.

Для целей регулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности главными являются первые две функции. Основываясь на данных отчетности, регулирующий орган может осуществлять часть контрольных процедур по выявлению нарушений прав и законных интересов клиентов. Например, ранее мы уже приводили количественные характеристики, предлагаемые зарубежными специалистами, для выявления фактов «чернинга». Целесообразно ввести в отчетность такие показатели, на основании которых можно рассчитать описанные коэффициенты. Выявляя на основании данных отчетности тенденции в работе брокерско-дилерских компаний, регулирующему органу следует использовать эти данные для разработки новых нормативных документов, в том числе касающихся запрещения использования брокерско-дилерскими компаниями практик, нарушающих права и законные интересы клиентов.

К сожалению, существующая система подготовки отчетных данных брокерско-дилерскими компаниями, а также сбора и обработки этих данных регулирующим органом в нашей стране не позволяет выполнять ни одну из вышеперечисленных функций. Причины кроются, с одной стороны, в несовершенстве учета, а с другой – в отсутствии у регулирующего органа

действующей электронной системы обработки такой отчетности. Учитывая вышесказанное, регулирующим органам необходимо:

Во-первых, унифицировать и усовершенствовать требования к бухгалтерскому учету и отчетности брокерско-дилерских компаний, учитывая особенности работы на рынке ценных бумаг. Например, предусмотреть более подробную детализацию по счетам второго порядка для финансовых вложений и денежных средств, как это сделано в плане счетов для кредитных организаций.³³

Во-вторых, сделать учет прозрачным, достоверным, соответствующим международным стандартам.

Только после этого можно приступать к разработке новой отчетности и методики расчета финансовых показателей для брокерско-дилерских компаний, в частности, собственных средств, а в дальнейшем и методик проведения проверок брокерско-дилерских компаний.

При соблюдении этих условий возможно наладить эффективный контроль за деятельностью брокерско-дилерских компаний, соблюдением ими прав клиентов; осуществлять на регулярной основе анализ их финансового положения.

2. Создание системы мониторинга операций с ценными бумагами

Необходимость постоянного мониторинга рыночной ситуации вызвана значительным ростом объема операций с ценными бумагами, требующих оперативного выявления злоупотреблений (фактов манипулирования ценами, «чернинга», торговли с использованием инсайдерской информации и т.п.). Значительный объем операций с ценными бумагами требует применения автоматизированных систем контроля, работающих в режиме реального времени. Упростив описание систем контроля, можно сказать, что в аналогичных системах, действующих за рубежом, в основном анализируются

³³ Положение о правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации, утвержденное приказом Банка России от 5 декабря 2002 года № 205-П.

три параметра: цена инструмента, объемы продаж, информация, поступающая на рынок по данному инструменту. Система выявляет необычные операции, как единичные, так и комбинированные, сравнивая данные за различные периоды времени.

Автоматизированные системы контроля за рынком представляют собой образцы новейшей техники, применяющие последние научные достижения в области математики, статистики и информационных технологий.

Подобные автоматизированные системы действуют во многих странах с развитыми рынками ценных бумаг. Однако, по экспертной оценке, действующая в нашей стране система не позволяет осуществлять анализ рыночной ситуации в режиме реального времени. Для использования на российском рынке ценных бумаг была разработана система мониторинга «Proteus», позволяющая получать в режиме реального времени информацию о сделках, проводящихся на торговых площадках организаторов торговли, и их параметрах. Но о результатах внедрения этой автоматизированной системы в ФСФР России пока не сообщается.

3. Совершенствование надзорных процедур

Еще одно направление работы государственного органа по построению эффективной системы урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности – это надзорные процедуры. В нашей стране в условиях формирующегося рынка особое значение следует уделить надзору за исполнением требований регулирующего органа, а также системе санкций, применяемых к нарушителям требований. Цель проведения надзорных процедур – обнаруживать и предупреждать нарушения. Для этого необходимо четко определиться с требованиями и наказывать за их нарушение. Отсутствие эффективного контроля приводит к обыкновенному игнорированию требований и порождает практику обманных сделок и искажения финансовой информации. Для того чтобы такие приемы не стали определяющими на рынке, регулирующий орган должен проводить регулярные проверки деятельности брокерско-дилерских компаний. Только в

этом случае он сможет гарантировать защиту прав и законных интересов клиентов.

Как показывает отечественная и зарубежная практика, проверки занимают значительное место в системе урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности, выявлении и предупреждении нарушений прав клиентов брокерско-дилерских компаний. В действительности, выявить имеющиеся нарушения прав и законных интересов клиентов можно только при проведении всесторонней проверки. Для этого необходимо следующее:

- наличие достаточно широких, но при этом обоснованных полномочий регулирующего органа;
- наличие высококвалифицированных работников, осуществляющих проверку, в частности, бухгалтеров;
- аккумулярование и анализ информации о проведенных проверках и выявленных нарушениях и детальное ее изучение в рамках ФСФР России;
- постоянное совершенствование методики проведения проверок с учетом появляющейся информации о выявлении новых нарушений.

Проверки могут проводиться как государственным органом, так и саморегулируемой организацией, членом которой является брокерско-дилерская компания. Государственные органы и саморегулируемые организации осуществляют постоянное взаимодействие, обмен информацией в этой области. За рубежом, в странах, где роль саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг значительна, проверки деятельности брокерско-дилерских компаний осуществляют в большинстве случаев именно саморегулируемые организации. Задача государственных органов состоит в том, чтобы проверить адекватность экспертизы, проведенной саморегулируемой организацией. В США саморегулируемые организации осуществляют проверки брокерско-дилерских компаний с периодичностью от одного раза в год до одного раза в шесть лет, в зависимости от типа компании

и масштабов ее деятельности. В то же самое время Комиссия по ценным бумагам и биржам проверяет деятельность двадцати крупнейших брокерско-дилерских компаний каждые четыре года, а некоторых из них даже ежегодно.

В нашей стране сложилась иная ситуация. В связи с отсутствием требования об обязательном членстве в саморегулируемой организации, а также недостаточно прочным статусом саморегулируемой организации как регулирующего органа, основная часть проверок деятельности брокерско-дилерских компаний до недавнего времени проводилась силами Управления контроля за проведением операций с ценными бумагами ФКЦБ России и отделов контроля, организованных в региональных отделениях ФКЦБ России. В настоящее время эти функции перешли к ФСФР России.

В отечественной практике выделяют камеральные и выездные проверки деятельности брокерско-дилерских компаний. Камеральная проверка проводится по месту нахождения регулирующего органа, а выездные – по месту нахождения брокерско-дилерской компании. Выездные проверки могут быть плановыми, внеплановыми и совместными. Совместные проверки проводятся с привлечением работников иных министерств и ведомств.³⁴

Несколько иной подход к видам и целям проводимых проверок можно встретить за рубежом. В США распространены следующие виды проверок.

А) Периодические проверки деятельности брокерско-дилерской компании на предмет соответствия ее деятельности требованиям законодательства о рынке ценных бумаг проводятся на циклической основе, как правило, один раз в пять лет. В России, где отсутствует многолетний опыт контроля за деятельностью брокерско-дилерских компаний (первые проверки начали проводиться ФКЦБ России только в 1997 году), подобный вид проверок пока не получил распространения.

Б) Общие (обзорные) проверки проводятся по материалам проверки,

³⁴ Порядок проведения проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на Федеральную службу по финансовым рынкам, утвержденный приказом ФСФР России от 20 апреля 2005 г. № 05-16/пз-н.

проведенной ранее саморегулируемой организацией. При этом осуществляется контроль за соблюдением законодательства о ценных бумагах, а также за качеством проверки саморегулируемой организации.

В) Надзорные проверки предпринимаются в случаях, когда отсутствуют основания для общей (обзорной) проверки, не представляется возможным четко сформулировать суть нарушений. Подобные проверки могут быть комплексными или выборочными. В некоторых случаях могут проверяться отдельные сферы деятельности, операции на предмет их соответствия требованиям государственных органов о защите прав клиентов.

Г) Проверки, проводимые на основании выявленных нарушений. Источниками получения информации для такого рода проверок, как правило, становятся сообщения средств массовой информации или жалобы клиентов.

В соответствии с требованиями Порядка проведения проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на Федеральную службу по финансовым рынкам, утвержденного приказом ФСФР России от 20 апреля 2005 г. № 05-16/пз-н (далее – Порядок проведения проверок) по результатам составляется акт проверки, отражающий все этапы проведенной проверки, а также выводы и заключения инспекторов о проделанной работе. Структура и требования к оформлению акта определены Порядком проведения проверок. По нашему мнению, помимо формальной части, содержащей, в том числе, изложение выявленных нарушений и перечень нормативных правовых актов, положения которых были нарушены, акт проверки должен позволить выяснить причины возникновения нарушений, установить закономерности и проанализировать факторы, способствующие появлению нарушений в работе брокерско-дилерской компании. Ведь одно и то же нарушение может свидетельствовать как о неадекватности системы внутреннего контроля, так и о несовершенстве технологической цепочки (например, действий операционного подразделения) при исполнении сделки. Таким образом, акт проверки должен стать документом, который не только

выявит «узкие» места, где находят свое проявление конфликты интересов, но и руководством к действию по их устранению.

С одной стороны, такой подробный акт проверки будет полезен самой брокерско-дилерской компании, как взгляд на ее работу со стороны. Появится повод не только исправить выявленные нарушения, но и скорректировать, пересмотреть некоторые схемы в работе компании, оценить эффективность отдельных устоявшихся подходов и т.д. Регулирующий орган, в свою очередь, получит материал, позволяющий сделать вывод о сферах, которые неполно отражены в нормативных правовых актах, неэффективности тех или иных ограничений, недостатках в работе регулирующего органа и саморегулируемых организаций, а также тенденциях развития профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и специфике отдельных операций. Таким образом, надзорная функция регулирующего органа будет реализована как можно полнее, с максимальной отдачей.

С положительной стороны на выстраиваемую систему урегулирования конфликтов интересов повлияет и эффективность и оперативность применяемых к нарушителям санкций. В распоряжении регулирующего органа должен иметься широкий диапазон санкций, в том числе и достаточно жестких. В первую очередь, это штрафы и распоряжения о приостановлении действия лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг. В нашей стране судебная система не имеет необходимого опыта работы с законодательством о ценных бумагах, рассмотрение дел в суде осуществляется с значительными задержками. В связи с этим санкции и наказания, налагаемые в административном порядке отдельно от судебного разбирательства, являются наиболее действенной альтернативой в процессе надзора за применением законодательства.

4. Изменение технологии банкротства брокерско-дилерских компаний с учетом интересов клиентов

При рассмотрении направлений работы регулирующего органа по урегулированию конфликтов интересов при осуществлении брокерской

деятельности, следует упомянуть также проблемы, связанные с процедурой банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг. В случаях банкротства брокерско-дилерской компании могут возникнуть проявления конфликтов интересов, связанные с манипулированием данными финансовой отчетности и расчетом показателей хозяйственной деятельности. Подобные нарушения могут нанести существенный, хотя и косвенный, ущерб интересам клиента.

Главной особенностью рынка ценных бумаг является быстрое движение активов, что зачастую делает невозможным проведение внешнего управления. Процедуры антикризисного управления на фондовом рынке должны допускать иные временные интервалы их разработки, утверждения и исполнения.

В настоящее время процедура банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг регулируется Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 года № 127-ФЗ. В этом документе предусмотрена особая процедура банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг. Согласно требованиям закона, в течение десяти дней с даты введения процедур банкротства арбитражный управляющий, имеющий соответствующий квалификационный аттестат, обязан направить соответствующее уведомление в регулирующий орган и саморегулируемую организацию, если профессиональный участник является ее членом. Клиенты также должны быть уведомлены о начале процедуры банкротства, чтобы передать ценные бумаги, находящиеся у профессионального участника, иному профессиональному участнику, имеющему соответствующую лицензию. Ценные бумаги и денежные средства клиентов, находящиеся на специальном брокерском счете, не включаются в конкурсную массу и подлежат возврату клиентам.

Создание эффективного института банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг находится в стадии становления. Он необходим для поддержания доверия к рынку. При этом особое внимание

следует уделить соблюдению прав клиентов и кредиторов брокерско-дилерских компаний.

5. Создание компенсационных и страховых схем

Серьезную положительную роль при минимизации негативных последствий проявления конфликтов интересов между брокерско-дилерскими компаниями и клиентами, на наш взгляд, могут сыграть компенсационные (страховые) фонды, формируемые как за счет средств государства, так и самих участников рынка ценных бумаг. Здесь уместно рассмотреть вопрос о возможности применения опыта зарубежных стран. С 1970 в США года действует Корпорация по защите прав инвесторов (Securities Investor Protection Corporation). Эта квази-государственная структура была создана в ответ на ситуацию, сложившуюся в результате рыночного спада 1960-х годов, когда многие брокерско-дилерские компании столкнулись с операционными и финансовыми проблемами и перестали выполнять свои обязательства перед клиентами. Все брокерско-дилерские компании, зарегистрированные в Комиссии по ценным бумагам и биржам, в том числе иностранные, если они ведут свой бизнес в США, обязаны стать членами Корпорации. Цель создания Корпорации – обеспечение сохранности средств клиентов и акционеров в случае возникновения убытков нерыночного характера, включая потенциальные потери при ликвидации или банкротстве брокерско-дилерской компании, нечистоплотных действий брокера, подделок подписей, всех форм мошенничества, включая компьютерное. В США осуществляется весьма жесткий государственный контроль за деятельностью Корпорации по защите прав инвесторов и расходованию средств фонда.

Корпорация создает фонд Корпорации по защите прав инвесторов. Ежегодные членские взносы брокерско-дилерской компании в фонд составляют от 1% ее годового дохода. По данным отчета за 2005 год сумма

чистых активов фонда составляла \$1,29 млрд.³⁵ Основными получателями компенсации являются физические лица, пострадавшие от действий брокерско-дилерских компаний, хотя в некоторых случаях выплаты осуществляются представителям мелкого бизнеса. Обычно сумма выплат по каждому счету варьируется в пределах от \$100 000 до \$250 000.

Фонды для компенсации потерь инвесторов на рынке ценных бумаг созданы также в Канаде и в таких европейских странах, как Великобритания, Дания, Греция, Ирландия.

Компенсационные фонды этих стран работают по сходным принципам. Как правило, компенсация выплачивается за ущерб, нанесенный брокерско-дилерской компанией, работающей в той же стране, что и фонд. Однако в 1997 году была принята Директива Европейского сообщества о создании Единой Европейской компенсационной схемы на базе уже созданных в ряде европейских стран (Directive 97/9/EC of 3 March on Investors Compensation Scheme).

В нашей стране проблемы создания компенсационных фондов обсуждаются уже давно. Согласно статье 19 Закона «О защите прав инвесторов» может быть создан федеральный фонд выплаты компенсаций инвесторам – физическим лицам, которым был нанесен ущерб профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Источником формирования средств такого фонда являются средства федерального бюджета и иные источники. Однако положения указанной статьи не исполняются, фонд до сих пор не создан.

Формирование компенсационных фондов в нашей стране тормозится по следующим причинам. Компенсационный фонд в том виде, в котором его представили законодатели, вряд ли сможет нормально работать, учитывая тот факт, что его формирование ложится бременем на федеральный бюджет. С

³⁵По данным Отчета Корпорации по защите прав инвесторов за 2005 год. (<http://www.sipc.org/pdf/2005AnnualReport.pdf>)

нашей точки зрения, рынок ценных бумаг это не та сфера, которой необходима первоочередная финансовая поддержка за счет бюджетных средств. Здесь вполне можно обойтись средствами участников рынка.

Другим сдерживающим фактором выступает неспособность негосударственных страховых компаний, работающих на российском рынке, предложить приемлемые условия страхования для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Они устанавливают высокие тарифы ввиду высокой рискованности операций на рынке ценных бумаг, что не всегда устраивает брокерско-дилерские компании.

Остается единственный вариант – создание компенсационных фондов, за счет средств брокерско-дилерских компаний. Подобные фонды также отсутствуют на российском рынке ценных бумаг. Это обусловлено следующим: идея создания фонда не находит поддержки среди брокерско-дилерских компаний. Здесь мы опять сталкиваемся с проблемой недостаточной ответственности за свой бизнес со стороны профессионального сообщества. Брокерско-дилерские компании объясняют свою позицию нежеланием отвечать за ошибки остальных участников рынка. Другой аргумент заключается в том, что российский рынок ценных бумаг пока еще только «встает на ноги». Для того чтобы начать реальные выплаты, фонд должен 5-10 лет накапливать средства, а первые российские брокерско-дилерские компании только создавались в середине девяностых. Среди прочих причин следует отметить отсутствие нормативной правовой базы для формирования и управления фондом; недоверие к государству, которое будет контролировать направления использования средств фонда; недостаточную культуру ведения бизнеса.

По нашему мнению, выходом из сложившейся ситуации может стать фонд, созданный в форме некоммерческой организации в соответствии с Федеральным законом «О некоммерческих организациях» от 12 января 1996г. № 7-ФЗ. Цель создания фонда – выплаты компенсаций при банкротстве, ликвидации или противоправных действиях брокерско-дилерской компании, в

результате которых клиентам такой брокерско-дилерской компании нанесен ущерб. Мы полностью поддерживаем мнение Д. Кирдяшкина о том, что «фондов не должно быть много, чтобы не распылять и без того скудные финансовые ресурсы как маленький кусочек масла по большому куску хлеба».³⁶ Однако нам представляется спорным его предложение о создании компенсационного фонда при саморегулируемой организации. Во-первых, в настоящее время отсутствует требование об обязательном членстве брокерско-дилерской компании в саморегулируемой организации. В то же время профессиональный участник может быть членом нескольких саморегулируемых организаций. Во-вторых, при формировании компенсационного фонда необходим именно государственный контроль. Организационная форма самого фонда может быть любой, однако постоянный жесткий контроль со стороны ФСФР России за его деятельностью в данном случае обязателен. Мы считаем, что контроль за созданием, размещением и использованием средств компенсационного фонда должен осуществляться исключительно государственным органом, так как российские саморегулируемые организации на сегодняшний день не достигли необходимого уровня независимости в принятии решений от действий отдельных их членов, требуемого для распоряжения такими значительными ресурсами.

Компенсационный фонд может формироваться из следующих источников:

- обязательных взносов брокерско-дилерских компаний;
- доходов фонда от размещения свободных денежных средств в разрешенных активах;
- средств федерального бюджета, федеральных бюджетных и внебюджетных фондов, предназначенные для защиты инвесторов (в

³⁶ Кирдяшкин Д. Страхование как способ снижения рисков на рынке ценных бумаг//Вестник НАУФОР. – 1999. – №4. С. 16.

последнюю очередь и при необходимости);

➤ сумм штрафов, взыскиваемых с профессиональных участников рынка ценных бумаг за допущенные нарушения.

Чтобы привлечь средства брокерско-дилерских компаний, Д. Кирдяшкин «предлагает добиться отнесения расходов на себестоимость услуг профессиональных участников, поскольку цель создания таких фондов имеет социальную направленность и освобождает государство от необходимости тратить на это средства федерального бюджета.»³⁷ С нашей точки зрения, это разумная позиция, заслуживающая поддержки для ее реализации со стороны как саморегулируемых организаций, так и ФСФР России.

По нашему мнению, предлагаемая форма компенсационного фонда наиболее точно отвечает современным потребностям российского рынка ценных бумаг, а следовательно, будет давать максимальную отдачу.

6. Работа с инвесторами по разъяснению рисков на рынке ценных бумаг

Еще одно направление работы государственного регулирующего органа по урегулированию конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности и предотвращению нарушений прав клиентов – это просветительская и пропагандистская работа с инвесторами. В первую очередь это относится к физическим лицам как самой незащищенной категории инвесторов. За рубежом работе с инвесторами придается большое значение, а в нашей стране она ведется бессистемно и разрозненно, в основном среди пострадавших инвесторов, в то время как главный акцент следует делать на предотвращении возможных проблем. Мы считаем позицию государственных органов по данному вопросу неоправданной, тем более в стране, где в начале 90-х годов невиданный размах приобрели всевозможные мошенничества с ценными бумагами, и доверие инвесторов к рынку ценных бумаг на длительный срок было подорвано.

³⁷ Кирдяшкин Д. Страхование как способ снижения рисков на рынке ценных бумаг//Вестник НАУФОР. – 1999. – № 4. – С. 17.

Здесь необходимо отметить следующие моменты.

А) Именно государственный орган должен разъяснять потенциальным инвесторам их права и принципы работы на рынке ценных бумаг; предупреждать о наличии конфликтов интересов участников рынка ценных бумаг, возможных способах их проявления, а также о рисках инвестирования в ценные бумаги; научить выбирать брокерско-дилерскую компанию.

Б) С нашей точки зрения, разъяснительная работа с населением наряду с проведением проверок брокерско-дилерских компаний и созданием нормативной правовой базы должна стать одним из основных направлений работы регулирующего органа на рынке ценных бумаг. Осведомленность инвестора о возможностях, ограничениях, конфликтах и рисках при работе на рынке ценных бумаг может значительно улучшить климат на рынке: снизить его спекулятивную направленность, уменьшить последствия кризисных ситуаций, а в перспективе способствовать притоку инвестиций.

Выходя на рынок ценных бумаг, заключая договор с брокерско-дилерской компанией, инвестор должен однозначно сформулировать свою стратегию инвестирования, иметь четкое представление о деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, финансовых инструментах, правилах торговли и уровне риска по каждому из них.

Для российской практики характерно использование сложных схем договорных отношений, в которые вовлекаются аффилированные с брокерско-дилерской компанией оффшорные фирмы, не имеющие лицензии профессионального участника и неподконтрольные российским регулирующим органам. Вот почему внимание российского инвестора следует акцентировать на проблемах выбора брокерско-дилерской компании.

Нам представляется, что разъяснительная работа с населением будет максимально результативной, если проводить ее посредством издания специальных брошюр и/или периодических изданий, рассказывающих в доступной форме о принципах инвестирования в ценные бумаги, действиях при выборе брокерско-дилерской компании, основных моментах, которые

следует иметь в виду при подписании договора на брокерское обслуживание, о том, на что необходимо обращать внимание при изучении отчета брокерско-дилерской компании о проведенных операциях. В принципе, такого рода литература существует, однако она не предназначена для широкого круга читателей. Поэтому мы считаем, что в регулирующем органе должно быть создано специальное подразделение, отвечающее за работу с инвесторами. В США, например, данному направлению работы уделяется чрезвычайно большое значение. В 80-е годы двадцатого века усилиями подразделения Комиссии по ценным бумагам и биржам, отвечающего за обучение и оказание содействия инвесторам, даже был создан специальный язык «Простой английский» («Plain English»)³⁸. Его цель – сделать документы Комиссии по ценным бумагам и биржам понятными, доступными для адекватного восприятия широкими слоями населения, в том числе малообразованного. Именно по правилам этого языка пишутся и издаются массовыми тиражами брошюры, памятки по инвестированию для населения, типа «Что должен знать каждый инвестор?»³⁹.

Усилия и результаты работы государственных органов по контролю за соблюдением брокерско-дилерскими компаниями прав и законных интересов клиентов должны освещаться в средствах массовой информации и сети Интернет, чтобы сформировать положительный имидж государственного регулирующего органа. Это особенно актуально для российского рынка ценных бумаг на данном этапе, когда создается новый государственный механизм регулирования рынка ценных бумаг. Инвесторы должны быть уверены, что их интересы защищает государство, что есть специально созданный государственный орган, куда можно обратиться за разъяснениями,

³⁸ A Plain English Handbook. How to create clear SEC disclosure documents. By the Office of Investor Education and Assistance. U.S. SEC. August, 1998.

³⁹ What Every Investor Should Know. A Handbook from the United States Securities and Exchange Commission. A publication of Public Affairs, Policy Evaluation and Research United States Securities and Exchange Commission. February, 1995.

касающимися правомочности действий их брокерско-дилерской компании, а в случае нарушения прав – с жалобой. Российские инвесторы зачастую не имеют ни малейшего представления о том, кто отвечает за регулирование рынка ценных бумаг, куда можно направить свою жалобу на неудовлетворительную работу брокерско-дилерской компании и как правильно ее составить.

В качестве положительного примера здесь можно привести результаты работы с жалобами инвесторов Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Подобная информация публикуется в открытом доступе на сайте Комиссии в сети Интернет. Особо следует отметить актуальность приводимых данных. Так, по данным отдела по работе с инвесторами Комиссии по ценным бумагам и биржам США, по состоянию на 30 сентября 2006 года, было зарегистрировано 77 274 обращения инвесторов, что на 1% больше, чем за предыдущий период.⁴⁰ В качестве обращений рассматриваются личные визиты, письма, а также обращения по факсу, электронной почте, телефону.

⁴⁰ Здесь и далее приводятся данные, опубликованные на сайте Комиссии по ценным бумагам и биржам США (<http://www.sec.gov>).



По содержанию обращений отмечается следующее. Подавляющая часть из них составляет жалобы.

В Таблице 2 приведены данные о наиболее часто встречающихся жалобах на работу профессиональных участников рынка ценных бумаг, поступивших в Комиссию по ценным бумагам и биржам США.

Таблица 2

Десять наиболее часто встречающихся жалоб в Комиссию по ценным бумагам и биржам США

№ п/п	Вид жалобы	2006 год	2005 год	Изменение (в процентах)	Место в аналогичном перечне в 2005 году
1	Жалобы, связанные с вложениями средств в неликвидные акции	2 099	2 219	Снижение на 5,41%	1

	обанкротившихся компаний				
2	Спам: нежелательная корреспонденция по электронной почте и факсу	1 950	1 146	Рост на 70,16%	2
3	Манипулирование ценами и рынками	953	741	Рост на 28,61%	5
4	Проблемы с переводом счетов клиентов из одной брокерско-дилерской компании в другую	806	844	Снижение на 4,50%	3
5	Проблемы с ведением учета: ошибки и упущения	773	645	Рост на 19,84%	9
6	Проблемы с закрытием счетов клиентов и выплатой средств в этих случаях	719	841	Снижение на 14,51%	4
7	Несоблюдение условий исполнения сделки	666	629	Рост на 5,88%	10
8	Проблемы при совершении «коротких» продаж	631	378	Рост на 66,93%	Нет данных
9	Затруднения при доступе к счету	596	336	Рост на 77,38%	Нет данных
10	Задержки при поставке сертификатов ценных бумаг	596	340	Рост на 75,29%	Нет данных

За последние годы участились жалобы, связанные с вложениями средств в неликвидные акции обанкротившихся компаний, и жалобы на компьютерный «спам», с помощью которого инвестора провоцируют предоставлять конфиденциальную и личную информацию о финансовом положении. Комиссия по ценным бумагам и биржам оперативно отреагировала на такие жалобы изданием предупреждающими брошюрами «Акции, которые ничего не стоят: как избежать удвоения убытков» и

«Брокерские счета «он-лайн»: что делать, чтобы защитить свои деньги и конфиденциальную информацию».

Как и в предыдущие годы, больше всего (30%) и общего числа жалоб получено на действия брокерско-дилерских компаний, сведения о которых приведены в Таблице 3.

Таблица 3

Пять наиболее часто встречающихся жалоб на действия брокерско-дилерских компаний в Комиссию по ценным бумагам и биржам США

№ п/п	Вид жалобы в отношении брокерско-дилерской компании	2006 год	2005 год	Изменение (в процентах)	Место в аналогичном перечне в 2005 году
1	Проблемы с переводом счетов клиентов из одной брокерско-дилерской компании в другую	582	622	Снижение на 6,43%	1
2	Проблемы с ведением учета: ошибки и упущения	538	433	Рост на 24,25%	4
3	Затруднения при доступе к счету	509	218	Рост на 133,49%	Нет данных
4	Проблемы с закрытием счетов клиентов и выплатой средств в этих случаях	469	518	Снижение на 9,46%	3
5	Несанкционированные сделки	453	533	Снижение на 15,01%	2

Как видно из таблицы, число грубых «сознательных» нарушений прав клиентов, таких как несанкционированные сделки заметно снижается (на 15%,01). Больше значение приобретают нарушения прав клиентов,

допускаемые операционными подразделениями, связанные с задержками, ошибками и упущениями при обработке информации.

К сожалению, информация, которую можно было получить о порядке аналогичной работы, проводимой российским регулирующим органом, датируется 2002 годом и не содержит количественных показателей. По данным Управления контроля за проведением операций с ценными бумагами ФКЦБ России к типичным нарушениям брокерско-дилерскими компаниями правил осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, напрямую затрагивающими права клиентов, следует отнести:

- несоответствие размера собственного капитала установленным ФКЦБ России требованиям;
- несоблюдение квалификационных требований, предъявляемых к сотрудникам;
- непредставление обязательной отчетности;
- нарушение правил ведения внутреннего учета ценных бумаг и денежных средств;
- нарушение установленных нормативов при совершении маржинальных сделок;
- использование программного обеспечения, совмещающего ведение учетных регистров депозитарного учета с учетными регистрами бэк-офиса.⁴¹

Более подробные данные о работе с жалобами клиентов и характере нарушений их прав брокерско-дилерскими компаниями отсутствуют. Отечественные регулирующие органы не занимаются сбором, обработкой и анализом статистической информации, как относительно полученных в свой адрес жалоб и обращений инвесторов, так и нарушений прав и законных интересов инвесторов, выявленных иными способами.

⁴¹ Годовой отчет ФКЦБ России за 2002 год, опубликованный на сайте ФКЦБ России (<http://www.fedcom.ru>).

7. Формирование базы данных по российскому рынку ценных бумаг, включающей информацию о брокерско-дилерских компаниях и специалистах, работающих на рынке

Для того чтобы снизить количество негативных проявлений конфликтов интересов при осуществлении брокерско-дилерскими компаниями своей деятельности, необходимо сделать работу брокерско-дилерских компаний более прозрачной путем создания единой базы данных, содержащей информацию обо всех брокерско-дилерских компаниях, когда-либо получавших лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, о примененных к ним санкциях и причинах аннулирования лицензий. Это необходимо для того, чтобы серьезные нарушения не оставались безнаказанными, а клиенты имели достоверную информацию о брокерско-дилерской компании и репутации людей, в ней работающих. Попытка создания такой базы предпринималась ФКЦБ России, был создан сайт раскрытия информации (<http://www.disclosure.ru>) в Интернете. Однако данные на этом сайте не поддерживаются в актуальном состоянии.

8. Предложения по использованию методики расчета сумм убытков, нанесенных клиентам действиями/бездействием брокерско-дилерской компании

Следует отметить еще одну существующую проблему – проблему расчета убытков. Убыток, нанесенный клиенту в результате проявления конфликтов интересов действиями/бездействием брокерско-дилерской компании, должен иметь свое денежное выражение и возмещаться в соответствии с нормами действующего законодательства. Безусловно, вопрос расчета убытков должен находиться в рамках компетенции судебных инстанций. В США, например, так и происходит. Однако в нашей стране следует учитывать тот факт, что судебные органы испытывают серьезные затруднения при производстве дел о нарушениях на рынке ценных бумаг. Причины заключаются в специфике операций с ценными бумагами и недостаточном уровне финансового образования судей. В связи с этим, мы

считаем, что российским регулирующим органам было бы целесообразно сформулировать рекомендации по методике расчета убытков, нанесенных клиентам действиями/бездействием брокерско-дилерской компании. Эти предложения должны быть представлены как экспертное мнение компетентного органа, которым могут (но не обязаны) руководствоваться судьи при вынесении своих решений.

Так как на сегодняшний день в нашей стране официальная методика расчета убытков отсутствует, считаем возможным воспользоваться зарубежными разработками в данной сфере,⁴² в частности, предлагаемыми юристами из США.

Первый способ предполагает, что торговые потери клиента могут быть рассчитаны по «неправильным», ошибочным сделкам. Потери от каждой такой сделки складываются, при этом в расчете следует учесть и сумму вознаграждений, выплаченных брокерско-дилерской компании по результатам таких сделок.

Второй способ расчета, подлежащих компенсации убытков – расчет доходов и расходов денежных потоков. Этот метод расчета принимает во внимание все операции по счету в отличие от описанного выше подхода, предполагающего расчет по каждой конкретной сделке. К сумме начального сальдо на клиентском счете в брокерско-дилерской компании (учитывается как позиция по денежным средствам, так и позиция по ценным бумагам в денежном выражении) прибавляются все поступления на счет, как в виде денег, так и в виде ценных бумаг, а вычитаются только «разумные» обоснованные расходы, списания со счета, включая распределенные дивиденды, комиссионное вознаграждение. То есть вычитается только сумма,

⁴² Разработками методик расчета убытков в США занимаются юристы и адвокаты, специализирующиеся на ведении дел о нарушениях прав инвесторов на рынке ценных бумаг. Описанные нами способы изложены по методике Мейсона Алана Дайнхарта, опубликованной на сайте <http://www.fend.com> – Fend Securities Expert Witness

которая могла бы получиться, если бы при управлении клиентским счетом брокерско-дилерской компанией не было допущено нарушений. Сальдо конечное, полученное расчетным путем, сравнивается с реальным конечным сальдо по счету клиента. В результате сравнения получается общая сумма чистого убытка, полученного из-за плохого управления счетом.

Существует также понятие – установленные рынком убытки. Клиенты, права которых нарушены, могут также понести убытки в размере сумм, которые они могли бы получить, если бы не противоправные действия брокерско-дилерской компании. Установленные рынком убытки рассчитываются с учетом поведения основных фондовых индексов, таких как Стандарт энд Пурс 500, индекса правительственных облигаций, ставок денежного рынка. Подходящий индекс выбирается на основе заявленных инвестиционных предпочтений клиента. Поведение индекса исследуется на протяжении периода времени, в течение которого были допущены нарушения, чтобы определить, какой доход должен был бы принести счет клиента, если бы инвестирование осуществлялось правильно, как оценивает выросший индекс. Дополнительный доход, который мог бы принести счет, оцениваемый по подходящему индексу, включается в основную сумму убытков для более полной компенсации причиненного ущерба. В некоторых случаях уместно рассчитывать также недополученную прибыль.

Здесь мы сформулировали лишь общие предложения по расчету убытков, однако тема намного шире. Ее дальнейшей разработкой должны заниматься именно органы, регулирующие рынок ценных бумаг, возможно, также саморегулируемые организации.

Подводя итог вышесказанному, необходимо отметить следующее.

Учитывая особенности российского менталитета, на государственные органы ложится основная ответственность по урегулированию конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности. На сегодняшний день многое сделано в сфере правового регулирования рынка ценных бумаг. Однако практические действия по контролю за соблюдением требований,

работе с инвесторами, созданию системы мониторинга операций с ценными бумагами осуществляются недостаточно эффективно. Среди приоритетных направлений работы государственных органов следует выделить:

- изменение нормативной базы в отношении требований к учету, отчетности и финансовым показателям брокерско-дилерской компании;
- совершенствование технологии банкротства брокерско-дилерских компаний;
- создание компенсационных и страховых схем;
- формирование базы данных по российскому рынку ценных бумаг, включающей информацию о брокерско-дилерских компаниях и специалистах, работающих на рынке;
- разработку предложений по методике расчета сумм убытков, нанесенных клиентам действиями/бездействием брокерско-дилерской компании.

3.2. Меры воздействия на негативные проявления конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности, реализуемые саморегулируемыми организациями

Второй уровень системы урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности – уровень саморегулируемых организаций. Рынок ценных бумаг во всем мире является одним из наиболее регламентированных. Особенностью регулирования этого рынка является передача значительной части полномочий от государства саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее – СРО), поскольку интересы государства и участников рынка в некоторых случаях совпадают. Государство заинтересовано в стабильности рынка ценных бумаг, а, следовательно, и его участников. Другими словами, государству выгодно стабильное развитие брокерско-дилерских компаний, оказывающих

качественные услуги клиентам, так как это будет способствовать привлечению инвестиций на российский фондовый рынок. Брокерско-дилерские компании, в свою очередь, также заинтересованы в стабильности условий работы и оказании качественных услуг клиентам, что повышает доверие к ним как со стороны клиентов, так и со стороны государства. Однако следует помнить и о другом. СРО создаются брокерско-дилерскими компаниями для таких же участников рынка. Защита прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний, безусловно, является одной из задач деятельности СРО, но, как нам кажется, лишь косвенно. СРО призваны защищать права и законные интересы клиентов брокерско-дилерских компаний посредством борьбы за повышение стандартов обслуживания клиентов, уровня ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Законопослушные и успешно развивающие свой бизнес компании не заинтересованы в том, чтобы в рядах профессионального сообщества были члены, допускающие случаи недобросовестного поведения на рынке. Ведь государственный регулирующий орган делегирует СРО свои полномочия по контролю, и, следовательно, вмешательство государства в дела бизнеса снизится только в том случае, если в рамках СРО будут действовать такие жесткие правила и стандарты деятельности, что законодательное регулирование в данной сфере будет отходить на второй план.

Как отмечает Президент НФА К.А. Волков, «основной принцип саморегулируемых организаций – это работа в интересах профессионального сообщества (по развитию бизнеса и снижению его рисков) в рамках, установленных государством.»⁴³

Здесь следует также упомянуть важную особенность отечественного рынка ценных бумаг. До настоящего времени четко не сформулирована позиция относительно места и роли саморегулируемых организаций на рынке

⁴³ Волков К. А. Равноправие СРО и госрегулятора отдаст «маниловщиной» // Рынок ценных бумаг. – 2002 – №22. – С.38.

ценных бумаг. Принимаются крайние решения: от обязательного членства в единственной СРО до практически полного упразднения СРО и передачи их функций организаторам торговли. По нашему мнению, и та, и другая точка зрения имеют право на существование. С одной стороны, передача СРО части функций государственного органа возможна только в условиях существования минимального количества эффективно действующих и контролируемых СРО, следовательно, обязательное членство профессионального участника рынка ценных бумаг в СРО необходимо. С другой стороны, вполне успешной является модель саморегулирования рынка через организатора торговли, при которой организатор торговли сам контролирует своих членов, при условии достаточного контроля со стороны государственного регулирующего органа.

Институт саморегулирования в России имеет свои отличительные черты, которые не следует игнорировать. Российские брокерско-дилерские компании не стремятся становиться членами СРО. Во-первых, это обуславливается желанием избежать жесткого контроля над своей деятельностью со стороны своих коллег по бизнесу, ведь правила и стандарты СРО жестче государственных. Во-вторых, отказ от членства в СРО мотивируется неблагоприятным финансовым положением, при котором даже взносы в СРО – существенная статья расходов. В-третьих, в качестве аргумента выдвигается то, что работа СРО неэффективна и не приносит ощутимых результатов конкретной брокерско-дилерской компании. Вследствие этого российские СРО исторически сложились как олигархические структуры, лоббирующие интересы отдельных крупных брокерско-дилерские компаний.

Учитывая изложенное, нам представляется уместным четко и однозначно сформулировать позицию относительно места СРО в системе защиты прав и законных интересов клиентов брокерско-дилерских компаний.

По мнению В.В. Булатова, «государство отказывается от избыточного вмешательства в экономику с огромным трудом. Оно боится оставить многие сферы без своего внимания, опасаясь, что бизнес не готов к принятию на себя

дополнительных обязательств. Между тем механизм, позволяющий передать ответственность бизнесу, существует – это саморегулирование. Бизнес в состоянии самостоятельно, через консенсусную выработку норм поддерживать, во-первых, правила и стандарты деловой практики и отношений с клиентами, включая санкции за их нарушение, во-вторых, механизмы внесудебного разрешения споров между членами ассоциации и потребителями и, в-третьих, механизмы возмещения ущерба, причиненного клиентам. Эти три признака отличают саморегулируемые организации от других бизнес-организаций, например лоббистских».⁴⁴

Мы поддерживаем данную точку зрения и считаем, что институт саморегулирования на рынке ценных бумаг необходим, его роль будет повышаться по мере развития самого рынка. Возможно, проблема российского рынка ценных бумаг состоит в том, что путь становления рынка «с нуля» был пройден в очень сжатые сроки; многие технологии были заимствованы с развитых зарубежных рынков. Это же произошло и с саморегулируемыми организациями. Они были привнесены сверху, и поэтому вызывали отторжение у участников рынка. Если бы российские СРО «выросли» из профессионального сообщества, являлись бы объективной закономерностью этапа «взросления», многих проблем можно было бы избежать.

Возвращаясь к проблемам урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности, необходимо отметить следующее. СРО должны реализовывать свои функции по урегулированию конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности посредством следующих механизмов.

1. Через постоянно действующие третейские суды, которые рассматривают споры гражданско-правового характера в соответствии с действующим законодательством. При этом третейские суды могут

⁴⁴ Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок. В 2т. Т.2. – М.: Наука, 2004. – С. 223.

рассматривать споры не только между брокерско-дилерскими компаниями-членами СРО, но между членами и их клиентами. Для этого в договоре на брокерское обслуживание делается специальная третейская оговорка.

Если клиент подписывает договор с третейской оговоркой, он соглашается урегулировать все возможные разногласия с брокерско-дилерской компанией через третейскую процедуру, а не через суд. Третейская процедура регулируется СРО, и правила, применяемые в третейской процедуре, устанавливаются СРО.

2. Через дисциплинарные комитеты СРО, которые налагают санкции на нарушителей на основании внутренних норм и стандартов СРО.

3. СРО контролирует деятельность своих членов посредством мониторинга рынка и проверок, осуществляемых, в том числе, и на основании жалоб клиентов брокерско-дилерских компаний.

4. СРО совместно со страховыми организациями осуществляют работу по страхованию рисков своих членов. Например, базовый полис члена Национальной ассоциации участников фондового рынка включает страхование профессиональной ответственности и страхование имущества от противоправных действий. Возможно также застраховать риски, связанные с незаконным проникновением в компьютерную сеть брокерско-дилерской компании и электронным мошенничеством.

5. СРО разрабатывают принципы профессиональной этики и требуют от своих членов соблюдения данных принципов при работе на рынке ценных бумаг.

Действующие в нашей стране саморегулируемые организации (Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) и Национальная фондовая ассоциация (НФА))⁴⁵ разработали и утвердили правила профессиональной этики для своих членов. Однако, по мнению Я.М.

⁴⁵ Для целей настоящей работы мы рассматриваем деятельность СРО, объединяющих только брокерско-дилерские компании.

Миркина, «существует настоятельная потребность в разработке не только Кодекса корпоративного управления, обращенного к эмитентам, но и Кодекса честного ведения бизнеса на рынке ценных бумаг, который не был бы столь кратким, как международные документы в этой области, и который бы детально обобщал практику, накопленную регуляторами и СРО в США и других индустриальных странах».⁴⁶

Мы также считаем чрезвычайно важным проведение полномасштабной работы по созданию такого Кодекса. Это должен быть единый документ, распространяющийся на деятельность всех профессиональных участников, работающих на российском рынке ценных бумаг. Насущная необходимость создания подобного документа объясняется невозможностью законодательно урегулировать все проблемы, связанные с возникновением и проявлением конфликтов интересов. Некоторые аспекты взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента не вписываются в рамки нормативного правового акта, однако обязательно должны найти отражение в Кодексе.

Сформулируем основные положения, которые, по нашему мнению, обязательно должны войти в новый документ. Некоторые из них уже изложены в документах НАУФОР и НФА, но их следует дополнить еще целыми рядом важных пунктов.

1. Брокерско-дилерская компания должна честно и добросовестно выполнять поручения клиентов: осуществлять свою деятельность с должной степенью заботливости и осмотрительности, не вправе злоупотреблять предоставленными им правами с целью извлечения выгоды, неосведомленностью, неопытностью клиента, использовать в своих интересах очевидные ошибки клиентов, в том числе при подаче поручений. Брокерско-дилерская компания обязана строить отношения с клиентами на принципах равноправия сторон, воздерживаться от сделок, невыгодных или

⁴⁶ Миркин Я.М Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Пабlishер, 2002. – С. 413.

неприемлемых для клиентов, даже в том случае, если они могут принести прибыль профессиональному участнику.

Исходя из этого, можно сформулировать суть основной обязанности брокерско-дилерской компании в отношении своих клиентов – обязанности опекуна или доверенного лица. Следуя этой обязанности, брокерско-дилерская компания обязана совершать сделки, руководствуясь исключительно интересами клиента. При этом ответственность брокерско-дилерской компании может выходить за границы простого исполнения всех поручений клиента. Например, если клиент выбирает агрессивную стратегию, то брокерско-дилерская компания обязана уведомить его о возможных последствиях такого решения. Рекомендации брокерско-дилерской компании, как опекуна, должны базироваться на соблюдении лучших интересов клиентов, даже если последние входят в противоречие с желаниями клиентов.

2. Брокерско-дилерская компания обязана раскрывать всю информацию, которая может повлиять на решения клиента, не допускать утаивания информации, носящей существенный характер, а также преувеличений или искажений действительности.

Брокерско-дилерская компания должна информировать клиента обо всех рисках, которые несут ее инвестиционные рекомендации, а также уведомлять о фактах, носящих отрицательный для клиента характер.

Клиент должен быть поставлен в известность о наличии конфликтов интересов в брокерско-дилерской компании (например, об имеющихся соглашениях с эмитентами о продвижении ценных бумаг на рынке).

3. Любая рекомендация брокерско-дилерской компании должна быть обоснованной, последовательной и целесообразной именно для того клиента, к которому она относится. Она должна учитывать его финансовый и налоговый статус, цели и задачи, уровень понимания рыночной ситуации и уровень приемлемого для него риска. Брокерско-дилерская компания должна воздерживаться от рекомендаций клиентам в отношении покупки ценных

бумаг в объемах, превышающих разумные ожидания платежеспособности клиента.

4. Некоторые финансовые инструменты и способы инвестирования более рискованны, чем другие. Следовательно, они должны накладывать дополнительные обязательства на брокерско-дилерскую компанию. Например, маржинальная торговля должна являться предметом особого внимания. Существуют специальные правила раскрытия информации о рисках в этой области, которые должны быть описаны в документе. Особые обязанности брокерско-дилерской компании перед клиентами должны быть сформулированы для сделок со срочными инструментами, спекулятивными ценными бумагами, при уникальных способах инвестирования.

5. Брокерско-дилерская компания обязана придерживаться в своей работе принципа законности. Соблюдение принципа законности при осуществлении брокерской деятельности предполагает, что брокерско-дилерская компания в своей деятельности руководствуется требованиями федеральных законов и иных нормативных правовых актов, а также не превышает свои полномочия, предоставленные ей клиентом в соответствии с договором на брокерское обслуживание. Брокерско-дилерская компания также не вправе выполнять поручения клиентов в случае, если выполнение поручения приведет к нарушению действующего законодательства Российской Федерации.

6. Брокерско-дилерская компания должна соблюдать принцип приоритета интересов клиентов над собственными интересами брокерско-дилерской компании и ее работников.

7. Брокерско-дилерская компания обязана поддерживать высокий уровень квалификации и профессионализма своих работников, а ее организационная структура должна обеспечивать выполнение работниками своих обязанностей перед клиентами в полном объеме. Контроль за деятельностью работников должен начинаться еще при найме работника в брокерско-дилерскую компанию, например, путем проверки послужного

списка кандидата.

8. Согласно принципу независимости, брокерско-дилерская компания не должна допускать предвзятости, необъективности, давления со стороны третьих лиц, способных нанести ущерб интересам клиентов.

9. Осуществление брокерско-дилерской компанией профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг должно основываться на принципе информационной открытости компании, как по отношению к клиентам, так и к регулирующим органам, в том числе по отношению к саморегулируемым организациям и организаторам торговли.

10. При осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг брокерско-дилерская компания не должна допускать со своей стороны действий, способных оказать негативное влияние на рынок, прибегать к недобросовестной конкуренции и манипулированию ценами.

По нашему мнению, отдельный раздел Кодекса может быть посвящен описанию наиболее распространенных нарушений прав и законных интересов клиентов с указанием на то, что подобные практики находятся под запретом среди членов саморегулируемых организаций. При этом за основу можно взять классификацию нарушений, предложенную нами в разделе 2.2. настоящей работы. Однако данный перечень не может оставаться неизменным. На основе материалов, полученных в результате проверок деятельности брокерско-дилерских компаний, следует постоянно дополнять и развивать эту классификацию в целях минимизации негативных проявлений конфликтов интересов и защиты прав и законных интересов клиентов.

Выше мы сформулировали основные положения, касающиеся взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента, которые, по нашему мнению, должны найти отражение в Кодексе честного ведения бизнеса на рынке ценных бумаг. Учитывая место и роль саморегулируемых организации на отечественном рынке ценных бумаг, главным направлением работы по урегулированию конфликтов интересов при совершении брокерской деятельности должна стать работа по созданию подобного

документа. Однако по мере развития российского рынка ценных бумаг, возможно, изменится имидж СРО в профессиональном сообществе, и они будут играть иную, ведущую роль в деле урегулирования конфликтов интересов.

3.3. Деятельность службы внутреннего контроля брокерско-дилерской компании по недопущению нарушений прав и законных интересов клиентов при осуществлении брокерской деятельности

На третьем уровне системы урегулирования конфликтов интересов при совершении брокерской деятельности находится система внутреннего контроля брокерско-дилерской компании. Брокерско-дилерская компания заинтересована в предоставлении клиентам качественных услуг, увеличивающих спрос. Контроль за реализацией данного интереса брокерско-дилерской компании осуществляет служба внутреннего контроля или подразделения «комплайнс» (англ. compliance).⁴⁷ Наличие подразделения внутреннего контроля или специально подготовленного работника (контролера) в брокерско-дилерской компании – это требование регулирующих органов большинства стран с развитым рынком ценных бумаг.

За рубежом придается существенное значение организации системы внутреннего контроля в брокерско-дилерской компании. Так в США первые контролеры, работающие полный рабочий день, начинали свою деятельность в 60-е годы XX столетия. До этого функции контроля обычно возлагались на

⁴⁷ В России синонимом compliance принято считать «внутренний контроль». Далее в работе мы будем также использовать это понятие, чтобы не входить в противоречие с нормативными документами. Однако такой перевод представляется нам не совсем корректным. Если быть точными, то «compliance department» следует перевести как «подразделение, отвечающее за соответствие деятельности компании требованиям регулирующих органов».

работников операционных подразделений или бухгалтеров. Они выполняли контрольные функции наряду со своей основной деятельностью. Со временем роль контролера стала независимой и более профессиональной. Как правило, контролер был подотчетен юрисконсульту брокерско-дилерской компании или главе юридического департамента. Несколько позднее был даже основан отдел контролеров и юристов Ассоциации индустрии ценных бумаг – группа, предназначенная для повышения профессионального уровня контролеров. В 80-х годах Нью-Йоркская фондовая биржа начала выдвигать требование о наличии должности старшего контролера в каждой фирме. В настоящее время руководитель службы внутреннего контроля брокерско-дилерской компании в США должен сдать специальный квалификационный экзамен – Экзамен для контролеров серии 14. По мнению многих специалистов в области рынка ценных бумаг, успешная деятельность брокерско-дилерской компании невозможна без наличия эффективной системы внутреннего контроля.

В России внутренний контроль в брокерско-дилерских компаниях организуется в соответствии с требованиями Положения о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг, утвержденного постановлением ФКЦБ России от 13 августа 2003 года № 03-34/пс и Правилами внутреннего контроля, осуществляемого в целях противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, утвержденными письмом ФКЦБ России от 19 февраля 2003 года № 03-ИК-02/2760. Указанные документы устанавливают правила организации внутреннего контроля, а также формулируют требования, в том числе квалификационные, предъявляемые к контролеру (руководителю службы внутреннего контроля) брокерско-дилерской компании.

К сожалению, на современном этапе системы внутреннего контроля российских брокерско-дилерских демонстрируют очень низкую эффективность своей работы, в том числе и по такому направлению, как урегулирование конфликтов интересов между клиентами и брокерско-

дилерской компанией. Как отмечает начальник отдела контроля и методологии Управления обеспечения профессиональной деятельности НАУФОР И. Юдина, «анализируя информацию о деятельности проверяемых организаций, материалы инспекционных проверок, можно сделать выводы о неблагоприятном состоянии системы внутреннего контроля во многих компаниях».⁴⁸ По нашему мнению, российские брокерско-дилерские компании до сих пор не осознали важность создания эффективной системы внутреннего контроля как для стабильной работы брокерско-дилерской компании, так и для формирования ее положительного имиджа в глазах клиентов и регулирующих органов.

Целями внутреннего контроля являются:

- соблюдение брокерско-дилерской компанией и ее работниками требований нормативных правовых актов и стандартов СРО;
- соблюдение брокерско-дилерской компанией договорных обязательств перед клиентами и контрагентами;
- создание и поддержание оптимальной организационной структуры брокерско-дилерской компании, обеспечивающей предотвращение утечки служебной информации;
- обеспечение функционирования системы контроля за рисками;
- повышение эффективности управления брокерско-дилерской организацией и ее структурными подразделениями.

Внутренний контроль осуществляется в виде административного и финансового контроля. Административный контроль состоит в обеспечении проведения операций только уполномоченными на то лицами и в строгом соответствии с определенными в брокерско-дилерской компании процедурами принятия решений о проведении операций. Финансовый контроль состоит в обеспечении проведения операций в строгом соответствии с принятой и

⁴⁸ Юдина И. Внутренний контроль: проблемы, критерии эффективности и значение в управлении компанией // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 4(283). – С.54.

закрепленной документами политикой брокерско-дилерской компании относительно отражения в учете и отчетности действий, осуществленных в процессе оказания услуг. Административный и финансовый контроль осуществляется в предварительном, текущем и последующем порядке.

Основным объектом предварительного контроля является отдельный работник брокерско-дилерской компании. Служба внутреннего контроля (контролер) должна принимать участие в подборе и расстановке кадров.

Текущий контроль предполагает проведение сверок учетных документов брокерско-дилерской компании с данными, полученными из внешних источников; контроль за предоставлением отчетности клиентам; контроль соблюдения установленных технологий работниками.

В качестве примеров последующего контроля можно привести контроль за правильностью ведения первичных документов, работу с жалобами и обращениями клиентов.

Для того чтобы создать в брокерско-дилерской компании эффективную систему внутреннего контроля, необходимо обеспечить претворение в жизнь следующих принципов.

1. Внутренняя среда брокерско-дилерской компании должна быть проактивной, а не реактивной; то есть работу следует построить таким образом, чтобы предупреждать возможные проблемы, а не только устранять их последствия.

2. Служба внутреннего контроля должна действовать как доверенный советник высшего руководства и быть подотчетной ему.

3. Служба внутреннего контроля должна оперативно реагировать на вопросы соответствия требованиям нормативных правовых актов и стандартов СРО по мере их возникновения.

4. Должны быть разработаны четкие механизмы, в соответствии с которыми вопросы несоответствия деятельности брокерско-дилерской компании установленным требованиям оперативно выводятся службой внутреннего контроля на такой уровень, где соответствующие должностные

лица располагают достаточными полномочиями для принятия мер по своевременному устранению отмеченных нарушений.

5. Служба внутреннего контроля обязана взаимодействовать с руководством подразделений брокерско-дилерской компании для понимания их функций, а также для определения их потребностей в области соответствия требованиям регулирующих органов.

6. Работники брокерско-дилерской компании должны быть в курсе политики компании, а также организационных и нормативных изменений в их повседневной деятельности. Служба внутреннего контроля должна оперативно отвечать на вопросы работников, касающиеся их деятельности.

7. Служба внутреннего контроля должна отвечать на запросы клиентов и регулирующих органов; контролировать своевременность, полноту и достоверность предоставляемой им отчетности; рассматривать и реагировать на поступающие от клиентов жалобы.

8. Должен быть установлен порядок надзора и обеспечено его соблюдение, в том числе с целью предупреждения и выявления фактов мошенничества или ошибок при совершении операций с ценными бумагами. Для этого следует выявить «точки контроля» для осуществления постоянного мониторинга деятельности всех подразделений брокерско-дилерской компании.

9. Должен осуществляться контроль за соблюдением юридической правомерности и экономической обоснованности (целесообразности) совершения сделок с ценными бумагами; обеспечиваться достоверность и полнота учета операций с ценными бумагами.

10. Службой внутреннего контроля должно быть обеспечено создание и контроль за соблюдением мер, направленных на предотвращение неправомерного использования служебной информации, в том числе обеспечение надлежащего хранения документов.

11. Руководство брокерско-дилерской компании должно контролировать своевременное расследование обвинений в причинении

ущерба клиентам и, при необходимости, принимать соответствующие меры.

Поскольку в российских брокерско-дилерских компаниях отсутствует единое и четкое представление о направлениях работы службы внутреннего контроля, в рамках настоящей работы нам представляется важным их сформулировать. Они непосредственно связаны с выполнением функций по защите прав и законных интересов клиентов.

Создание реестра отслеживания возможных проявлений конфликтов интересов.

Брокерско-дилерская компания вынуждена работать в условиях существования противоречия интересов (собственных и клиентских). Имея это в виду, служба внутреннего контроля должна осуществлять меры по предотвращению развития конфликтов интересов, с которыми брокерско-дилерская компания встречается наиболее часто в своей повседневной деятельности. Для этого службой внутреннего контроля должен быть составлен реестр отслеживания возможных проявлений конфликтов интересов, исходя из обычных направлений деятельности брокерско-дилерской компании. Такой реестр создается с двумя целями: максимально оперативно идентифицировать возникающие конфликты и принимать меры по их разрешению. Например, в реестре отслеживания возможных проявлений конфликтов интересов должны найти отражение такие факты, как наличие у брокерско-дилерской компании клиентов, предоставивших ей право совершать сделки с ценными бумагами от своего имени (с последующим акцептованием) и т.п.

Установление правил обмена служебной информацией и контроль за управлением потоками информации внутри брокерско-дилерской компании (создание и поддержание «китайских стен»).

Служба внутреннего контроля брокерско-дилерской компании, оказывающей разнообразные услуги на рынке ценных бумаг, должна разработать и утвердить порядок, предусматривающий недопущение утечки важной служебной информации, полученной в таких областях, как

инвестиционные банковские услуги, рыночные исследования, совершение операций по поручению клиентов и принятие клиентом инвестиционных решений, а также финансовое консультирование.

Службе внутреннего контроля необходимо разработать меры по защите информации и ее локализации в пределах областей, в которых она создается или в обязательном порядке получается для ведения нормальной хозяйственной деятельности, а также осуществлять контроль за соблюдением установленного порядка работы с такого рода информацией.

В функции службы внутреннего контроля также входят обязанности по контролю за случаями санкционированных нарушений «китайских стен», вызванными профессиональной необходимостью, например, при централизованном управлении брокерско-дилерской компанией. Возможно два вида санкционированных нарушений «китайских стен»:

- «разрешенное нарушение», о котором, при его наличии, должна быть уведомлена служба внутреннего контроля;
- нарушения, именуемые «намеренными» или «специальными», на которые должно быть получено предварительное разрешение службы внутреннего контроля.

Работа с ограничительными и наблюдательными списками ценных бумаг.

В ограничительный список должны включаться ценные бумаги эмитентов, о деятельности которых брокерско-дилерская компания располагает важной конфиденциальной информацией или осуществляет консультации о намечаемых стратегических решениях, которые будут реализованы после публикации аналитического отчета.

К ценным бумагам, заносимым в наблюдательный список, относятся ценные бумаги эмитентов, в отношении которых брокерско-дилерская компания стала обладателем конфиденциальной информации, обычно в связи с предполагаемой сделкой с каким-либо клиентом, которая не была публично объявлена.

Основными целями ведения ограничительного и наблюдательного списков являются:

- проведение политики «китайских стен» путем предотвращения того, чтобы решения по торговле или рекомендации по инвестициям основывались бы на неопубликованной информации, могущей повлиять на цены;
- выявление возможных злоупотреблений такой информацией.

Контроль клиентских операций.

Служба внутреннего контроля должна разработать и осуществлять контрольные процедуры на предмет выявления:

- ненадлежащих рекомендаций;
- необычно большого объема сделок по счету клиента;
- необычно высоких размеров комиссионного вознаграждения;
- несанкционированных операций;
- неспособности добиться наилучших условий исполнения сделки;
- ненадлежащих представлений или вводящих в заблуждение заявлений;
- гарантий против причинения убытков;
- необъявленных средств на клиентских счетах;
- фактов размещения денежных средств или ценных бумаг брокерско-дилерской компании или работника на клиентских счетах.

Контроль за квалификационным соответствием работников брокерско-дилерской компании.

Служба внутреннего контроля, с одной стороны, должна осуществлять контроль за соответствием работников брокерско-дилерской компании квалификационным требованиям регулирующих органов, а с другой, – постоянно поддерживать среди работников достаточный уровень знаний нормативных правовых актов и требований СРО путем проведения соответствующих консультаций.

Рассмотрение жалоб и обращений клиентов, касающихся качества брокерского обслуживания.

Служба внутреннего контроля должна вести учет таких жалоб и обращений, выяснять породившие их причины, подготавливать ответы, а также фиксировать факты снятия жалобы.

Защита информации и документов.

Служба внутреннего контроля должна обеспечивать целостность данных о сделках, проводимых брокерско-дилерской компанией, точность функционирования и работоспособность автоматизированных систем обработки информации в любой момент времени.

Контроль за собственными сделками работников брокерско-дилерской компании.

Служба внутреннего контроля должна осуществлять контроль за собственными сделками работников брокерско-дилерской компании.

Так, например в США, работникам брокерско-дилерской компании запрещается открывать счета для торговли ценными бумагами в иных брокерско-дилерских компаниях, кроме своей. Помимо этого, работникам необходимо получить согласие компании на совершение той или иной сделки. Некоторые брокерско-дилерские компании требуют от своих работников ежемесячно предоставлять выписки о движении ценных бумаг по счетам депо, открытым на их имя. В Германии также жестко регулируется режим личных счетов работников. Работники вправе осуществлять операции с ценными бумагами только через свой банк или дочернюю (подконтрольную банку) структуру.

Общие ограничения для совершения работниками собственных сделок можно сформулировать следующим образом.

1. Если работник располагает информацией о поручении клиента или о принятии другим подразделением брокерско-дилерской компании решения от имени клиента совершить какую-либо операцию, он не вправе действовать

аналогичным образом в собственных интересах до того момента, пока клиентское поручение не будет исполнено или отменено.

2. Если работнику известно о еще не опубликованных результатах рыночных исследований, проведенных брокерско-дилерской компанией, и соответствующих рекомендациях для клиентов, он не имеет права осуществлять операции в собственных интересах до того, как такие рекомендации будут опубликованы для общего доступа, и все заинтересованные клиенты смогут воспользоваться указанными рекомендациями.

3. При совершении собственных сделок работник обязан не допускать возникновения конфликтов между собственными интересами и интересами клиента или между собственными должностными обязанностями и интересами клиента.

4. Работник не вправе заключать сделки с лицом, которое, как известно работнику, является клиентом брокерско-дилерской компании.

5. Работникам запрещается осуществлять спекулятивные сделки, а также вести торговлю ценными бумагами без покрытия.

В российских нормативных правовых актах отсутствуют специальные требования к сделкам работников брокерско-дилерской компании. По нашему мнению, это серьезное упущение. Регулирующие органы, в частности СРО, должны заявить о необходимости регулирования сделок работников, предусмотреть порядок внутреннего контроля таких сделок. До этого момента весь контроль за операциями работников лежит на службе внутреннего контроля.

Следует дополнительно акцентировать внимание на том, что рассмотренные выше направления работы службы внутреннего контроля напрямую связаны с урегулированием конфликтов интересов при совершении брокерской деятельности. Помимо перечисленных, к функциям системы внутреннего контроля также относятся:

- предотвращение манипулирования ценами;

- участие в подготовке должностных инструкций для работников, в том числе непосредственно отвечающих за взаимодействие с клиентом, а также связанных с совершением и исполнением сделок с ценными бумагами;
- контроль за соблюдением указанных инструкций;
- проведение внутренних проверок деятельности подразделений брокерско-дилерской компании на соответствие требованиям регулирующих органов и внутренних правил и инструкций;
- оптимизация технологий работы, совершения отдельных операций;
- выработка адекватных критериев оценки деятельности брокерско-дилерской компании, направленных на своевременное выявление и минимизацию операционных рисков;
- мониторинг законодательства, изменений требований государственных органов, СРО, организаторов торговли.

Эффективность функционирования системы внутреннего контроля напрямую зависит от организации работы службы внутреннего контроля в брокерско-дилерской компании.

Особое внимание следует уделить статусу службы внутреннего контроля. Большинство проблем возникает из-за недопонимания и недооценки значения службы внутреннего контроля для успешной деятельности брокерско-дилерской компании. «В иностранных компаниях наличие контролера вызвано необходимостью получения владельцами компании адекватного представления об эффективности работы корпуса профессиональных менеджеров. В российских компаниях проблема возникает по причине традиционного отождествления владельцев и менеджеров высшего звена организаций.»⁴⁹ Поэтому начинать построение системы внутреннего контроля в брокерско-дилерской компании следует с разработки

⁴⁹ Нехаевский Д. Внутренний контроль в российских инвестиционных компаниях//Вестник НАУФОР. – 1999. – № 6(26). – С.22.

подробного рабочего документа – Инструкции о внутреннем контроле, и назначения одного или более руководителей высшего звена, в качестве ответственных за функционирование системы внутреннего контроля. Это необходимо для того, чтобы без нарушения субординации контрольные процедуры распространялись не только на рядовых сотрудников, но и менеджеров среднего звена.

Только после этого можно переходить непосредственно к формированию службы внутреннего контроля или назначению контролера.

Работа службы внутреннего контроля должна быть построена таким образом, чтобы обеспечить адекватный охват надзорными процедурами всех основных областей и видов деятельности брокерско-дилерской компании. Остановимся на главных практических вопросах осуществления надзора. В Таблицах 4 и 5 представлены основные процедуры надзора за торговыми и операционными подразделениями.

Таблица 4

**Надзор службы внутреннего контроля за
торговыми подразделениями брокерско-дилерской компании**

№ п/п	Мероприятие	Периодичность ⁵⁰
1	Контроль за торговыми операциями (как дилерскими, так и брокерскими) с акцентом на необычно крупных сделках, сделках, предшествующих серьезным изменениям в деятельности эмитента, которые могли содержать факты манипулирования	Сплошная проверка на постоянной основе
2	Контроль правильности и своевременности оформления распорядительных записок по внебиржевым операциям	Выборочная проверка на постоянной основе
3	Учет всех полученных поручений	Выборочная проверка на

⁵⁰ Размер выборки данных и частота проведения периодических проверок зависят от размеров брокерско-дилерской компании и объема совершаемых ею операций. Данные параметры следует предусмотреть для каждого мероприятия в отдельности и целесообразно отразить в Инструкции по внутреннему контролю.

	клиентов и контроль за их исполнением	постоянной основе
4	Учет неисполненных поручений клиентов и ошибочных сделок	Сплошная проверка на периодической основе
5	Контроль ценовых параметров брокерских сделок	Выборочная проверка на постоянной основе
6	Контроль наличия и соблюдения лимитов на контрагентов по внебиржевым операциям	Выборочная проверка на периодической основе

Таблица 5

**Надзор службы внутреннего контроля за
операционными подразделениями брокерско-дилерской компании**

№ п/п	Мероприятие	Периодичность
1	Сверка параметров документов, включая поручения клиентов, распорядительные записки, отчеты клиентам, с данными регистров внутреннего учета (журнала сделок, журнала учета денежных средств, журнала учета ценных бумаг)	Выборочная проверка на постоянной основе
2	Контроль за правильностью и своевременностью оформления первичных документов, включая поручения клиентов, распорядительные записки, отчетов клиентам	Выборочная проверка на периодической основе
3	Контроль учета ценных бумаг в процессе перевода, в пути, переданных в залог и в кредит, полученных в кредит, неполученных, непоставленных, являющихся предметом сделок репо/обратного репо путем анализа и сопоставления подтверждающих учетных документов и записей с данными соответствующих счетов учета	Сплошная проверка на периодической основе
4	Контроль за соблюдением сроков и условий поставки и оплаты ценных бумаг по сделкам, совершенным на внебиржевом рынке	Выборочная проверка на периодической основе
5	Сверка данных внутреннего учета брокерско-дилерской компании об остатках ценных бумаг на собственных и клиентских счетах депо в депозитариях и лицевых счетах в реестрах с соответствующими выписками по счетам депо и лицевым счетам в реестрах	Сплошная проверка на периодической основе

6	Проверка правильности расчета комиссионного вознаграждения, взыскиваемого с клиентов брокерско-дилерской компании	Выборочная проверка на периодической основе
7	Проверка полноты и достоверности отчетности об операциях с ценными бумагами, предоставляемой брокерско-дилерской компанией в регулирующие органы	Сплошная проверка на постоянной основе

Как следует из Таблиц 4 и 5 надзорные процедуры, осуществляемые службой внутреннего контроля, охватывают весь цикл клиентского обслуживания в брокерско-дилерских компаниях. Если указанные процедуры осуществляются качественно и с необходимой периодичностью, факты нарушений прав и законных интересов клиентов могут быть сведены к минимуму.

Результаты работы службы внутреннего контроля должны оформляться подробными отчетами руководству, составляемыми на регулярной основе. В таких отчетах должна приводиться информация обо всех контрольных процедурах, проведенных службой внутреннего контроля за отчетный период; описание и анализ выявленных недостатков и предложения по их устранению и предупреждению аналогичных случаев в будущем.

Таким образом, эффективно действующая система внутреннего контроля брокерско-дилерской компании является залогом соблюдения интересов как клиентов, так и брокерско-дилерской компании, а значит и недопущения негативных проявлений конфликтов интересов. Главная проблема, препятствующая ее созданию во многих российских брокерско-дилерских компаниях, – отсутствие понимания роли службы внутреннего контроля как ведущего подразделения, обеспечивающего соответствие требованиям регулирующих органов; защищающего репутацию компании; ограничивающего гражданско-правовую ответственность брокерско-дилерской компании.

Подводя итог, можно сделать следующие выводы.

На государственные регулирующие органы в нашей стране ложится основной груз ответственности за урегулирование конфликтов интересов при совершении брокерской деятельности. От позиции государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг, в данном случае зависит многое. Основная задача регулирующего органа на современном этапе – оперативно предпринять решительные практические действия по защите прав и законных интересов инвесторов, и в частности клиентов брокерско-дилерских компаний.

Саморегулируемые организации подходят к вопросу урегулирования конфликтов интересов при совершении брокерской деятельности принципиально с другой стороны. Прежде всего, это разработка стандартов деятельности и правил профессиональной этики. Также саморегулируемые организации должны заниматься и оперативным контролем деятельности своих членов. Подобная работа саморегулируемых организаций позволит повысить статус члена саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, в частности в глазах клиентов брокерско-дилерских компаний. В то же самое время одной из основных задач саморегулируемых организаций является посредническая функция между регулирующим органом и профессиональным сообществом. В деле урегулирования конфликтов интересов при совершении брокерской деятельности от эффективности выполнения этой функции саморегулируемыми организациями зависит очень многое.

Брокерско-дилерские компании экономически заинтересованы в процветании своих клиентов, так как это напрямую связано с будущим их бизнеса и рынка ценных бумаг в целом. Именно поэтому урегулирование конфликтов должно происходить и на уровне самой брокерско-дилерской компании. Эти функции возложены на службу внутреннего контроля. Без этой важной составляющей любые жесткие меры регулирующих органов и правила саморегулируемых организаций не найдут поддержки и не будут успешно работать. В то же самое время следует отметить, что создание эффективной

системы внутреннего контроля – сложный процесс, связанный с изменением отношения к собственному бизнесу, психологии профессионального сообщества, формировавшихся в стихийных условиях, под воздействием сиюминутных факторов. Российским брокерско-дилерским компаниям нужно пройти еще долгий путь до осознания непосредственной связи перспектив своего бизнеса с решением такой важнейшей проблемы формирования рынка ценных бумаг, как соблюдение прав инвесторов.

Заключение

Подводя итог проделанной работе, остановимся подробнее на теоретическом значении и практических результатах проведенного исследования. Данные аспекты целесообразно рассматривать через призму особенностей становления рынка ценных бумаг в нашей стране.

Первые этапы создания российского рынка ценных бумаг датируются началом 90-х годов двадцатого столетия, и они были связаны с началом приватизации государственной собственности в нашей стране. Предполагалось, что процесс приватизации будут обслуживать следующие институты и инфраструктурные организации: комитеты по управлению имуществом и фонды имущества различных уровней; инвестиционные фонды и инвестиционные компании; консалтинговые фирмы; фондовые и брокерские фирмы; компании – организаторы аукционов, инвестиционных торгов, тендеров; регистраторы. Инфраструктура рынка ценных бумаг на том этапе отсутствовала, ее требовалось создавать «с нуля».

В результате приватизации появилось огромное количество мелких акционеров, не имеющих опыта совершения сделок на рынке ценных бумаг, неподготовленных к принятию инвестиционных решений, не способных интерпретировать информацию, раскрываемую эмитентом (если таковая вообще раскрывалась) в целях осуществления операций на рынке ценных

бумаг. По замыслу реформаторов здесь на первый план должны были выйти финансовые посредники. Однако этого не произошло. Создаваемые брокерско-дилерские компании, коммерческие банки (в тот период в России насчитывалось более 2,5 тыс. коммерческих банков и более 2,7 тыс. небанковских институтов⁵¹) не смогли полностью взять на себя обслуживание процесса приватизации. Вместо этого в начале 90-х годов коммерческие банки и брокерско-дилерские компании на российских биржах торговали в основном биржевыми местами (акциями бирж). Для сравнения в развитых капиталистических странах и дореволюционной России биржевая торговля начиналась с купли-продажи государственных ценных бумаг. Когда «биржевая лихорадка» завершилась, российские финансовые организации переключились на скупку акций у населения в регионах. И только в конце 90-х годов можно было наблюдать наметившуюся тенденцию по изменению характера деятельности отечественных брокерско-дилерских компаний в сторону более традиционных для таких организаций операций, а именно: брокерскому обслуживанию клиентов, предоставлению консультационных и аналитических услуг, осуществлению полноценной дилерской деятельности, т.е. совершению сделок купли-продажи ценных бумаг через организаторов торговли.

Еще одно обстоятельство, оказавшее влияние на становление рынка ценных бумаг и его институтов – ослабление роли государства в экономической жизни страны.

Все эти процессы привели к значительным искажениям и перекосам в системе экономических интересов. С утратой решающей роли государственного интереса произошло разбалансирование системы экономических интересов. Это в определенной степени спровоцировало кризисные события на рынке ценных бумаг в конце 90-х годов двадцатого столетия.

⁵¹ Абалкин Л.И. и др. Банковская система России. Настольная книга банкира. Коммерческие банки на фондовом рынке. – М.; ДеКа, 1995г. – С. 10

В настоящее время постепенно, хотя и очень медленно, система экономических интересов входит в свое равновесное состояние, уже можно говорить о такой категории, как интересы участников рынка ценных бумаг, выделяя при этом интересы брокерско-дилерских компаний, интересы клиентов, интересы государства. Здесь важно отметить некоторые позитивные моменты:

- усиление роли государства в регулировании системы экономических интересов на рынке ценных бумаг;
- уменьшение поляризации интересов экономических субъектов;
- осознание брокерско-дилерскими компаниями необходимости формирования собственного положительного имиджа как в глазах регулирующих органов, так и клиентов.

В то же самое время детальное рассмотрение экономических интересов участников рынка ценных бумаг позволяет сделать вывод о том, что в некоторых случаях эти интересы не совпадают, и даже противоречат. Таким образом, конфликты интересов являются постоянными и объективными спутниками брокерской деятельности осуществляемой на рынке ценных бумаг, так как они заложены в саму суть рыночных отношений. Их влияние невозможно исключить, однако эффект от их негативных проявлений можно минимизировать.

В связи с этим нам представлялось важным сформулировать собственное определение конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности. Отталкиваясь от этого определения в нашем исследовании, мы получили возможность выделить факторы, способствующие возникновению конфликтов интересов как со стороны клиента, так и со стороны брокерско-дилерской компании; классифицировать возможные проявления конфликтов интересов; типизировать виды нарушений прав и законных интересов клиентов. Проведенный анализ позволил вплотную подойти к вопросам урегулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг. Мы

выделили три уровня, на которых должно осуществляться урегулирование конфликтов интересов: государственный уровень, уровень саморегулируемых организации, уровень брокерско-дилерских компаний. Для субъектов, находящихся на каждом из этих уровней, с учетом их компетенции, особенностей их деятельности и специфики экономических интересов, были сформулированы меры по урегулированию конфликтов интересов, предложены способы, позволяющие осуществлять контроль за возможными проявлениями конфликтов интересов, выражающимися в нарушении прав и законных интересов клиентов.

Однако нельзя рассматривать процесс регулирования конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности и предотвращения нарушений прав клиентов как постоянный набор способов воздействия на негативные проявления конфликтов.

Развитие профессиональной деятельности, как правило, идет параллельно с развитием рынка ценных бумаг: возникновение новых и усложнение уже существующих финансовых инструментов приводит к качественным изменениям предоставляемых брокерско-дилерскими компаниями услуг; увеличение объемов рынка способствует увеличению числа брокерско-дилерских компаний и повышению их капитализации; совершенствование рыночной инфраструктуры требует от брокерско-дилерских компаний изменения технологии работы и обслуживания клиентов. В связи с этим в некоторой степени будут изменяться и проявления конфликтов интересов, и виды нарушений, следовательно, необходимо будет менять и способы их выявления и предотвращения. Однако мы считаем, что базовые подходы к урегулированию конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности менять не должны. Урегулирование конфликтов интересов при осуществлении брокерской деятельности, в основе которого лежит трехуровневая система, доказал свою эффективность во многих странах с развитым рынком ценных бумаг, поэтому

работа по формированию и совершенствованию такой системы должна вестись и в нашей стране.

Библиография

Законодательные и нормативные правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (Часть Вторая) от 26.01.1996 № 14-ФЗ (ред. от 02.02.2006).
2. Комментарии к Гражданскому кодексу Российской Федерации (часть вторая) под редакцией Козырь О.М., Маковского А.Л., Хохлова С.А. Исследовательский центр частного права. – М.: МЦФЭР, 1996.
3. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, части второй (постатейный). Под ред. О.Н. Садикова. Издание 5-ое, исправленное и дополненное с использованием судебно-арбитражной практики. Юридическая фирма «КОНТРАКТ». – Изд. Дом «ИНФРА-М», 2006.
4. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.95 № 208-ФЗ (ред. от 27.07.2006).
5. Федеральный закон «О некоммерческих организациях» от 12.01.96 № 7-ФЗ (ред. от 02.02.2006).
6. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 № 39-ФЗ (ред. от 27.07.2006).
7. Федеральный закон «О защите прав законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.99 № 46-ФЗ (ред. от 27.07.2006).
8. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10.2002 № 127-ФЗ (ред. от 18.07.2006).
9. Указ Президента РФ «О защите интересов инвесторов» от 11.06.94 N 1233 (утратил силу).
10. Указ Президента РФ «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» от 04.11.94 N 2063 (ред. от 29.11.2004).
11. Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров. Утверждена Указом Президента Российской Федерации от 21.03.96 N 408 (ред. от 16.10.2000).

12. Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Утверждена Указом Президента РФ от 01.07.96 № 1008 (ред. от 16.10.2000).

13. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008гг. Утверждена Распоряжением Правительства РФ от 01.06.2006 № 793-р.

14. Методика расчета собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг. Утверждена приказом ФСФР России от 29 сентября 2005 года № 05-43/пз-н.

15. Нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг. Утверждены постановлением ФКЦБ России от 23 апреля 2003 года № 03-22/пс.

16. Письмо ФКЦБ России от 20 января 2000 г. № ИБ-02/229 «О возможных мошеннических схемах при торговле ценными бумагами с использованием сети Интернет».

17. Положение об особенностях и ограничениях совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами с операциями по централизованному клирингу, депозитарному и расчетному обслуживанию. Утверждено постановлением ФКЦБ России 20 января 1998 г. N 3, положением Банка России от 22 января 1998 г. № 16-П.

18. Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. Утверждено постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. N 78 (утратило силу).

19. Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации. Утверждено постановлением ФКЦБ России от 16 октября 1997 г. № 36.

20. Положение о правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской

Федерации. Утверждено приказом Банка России от 5 декабря 2002 г. № 205-П (ред. от 11.04.2005).

21. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 5 ноября 1998 г. N 44 «О предотвращении конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

22. Правила отражения профессиональными участниками рынка ценных бумаг и инвестиционными фондами в бухгалтерском учете отдельных операций с ценными бумагами. Утверждены постановлением ФКЦБ России от 27 ноября 1997 г. N 40.

23. Правила осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации. Утверждены постановлением ФКЦБ России от 11 октября 1999 г. N 9 (ред. от 16.03.2005).

24. Правила осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок). Утверждены приказом ФСФР России от 7 марта 2006г. № 06-24/пз-н.

25. Порядок совершения маржинальных сделок профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность для определенных категорий клиентов. Утвержден приказом ФСФР России от 27 октября 2005г. № 05-53/пз-н.

26. Приказ Минфина России «Об утверждении плана счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организации и инструкции по его применению» от 31 октября 2000 г. № 94н.

27. Порядок ведения внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую, дилерскую и деятельность по управлению ценными бумагами. Утвержден постановлением от 11 декабря 2001 г. ФКЦБ России № 32 и Минфина России № 108н (ред. от 04.02.2004).

28. Порядок лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Утвержден приказом ФСФР России от 16 марта 2005 г. № 05-3/пз-н (ред. от 27.06.2006).

29. Порядок проведения проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на Федеральную службу по финансовым рынкам. Утвержден приказом ФСФР России от 20 апреля 2005г. № 05-16/пз-н (ред. от 22.12.2005).

30. Положение об отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Утверждено постановлением от 11 декабря 2001г. ФКЦБ России № 33 и Минфина России № 109н.

31. Положение о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг. Утверждено приказом ФСФР России от 21 марта 2006г. № 06-29/пз-н.

32. Положение о порядке проверки действий лиц, содержащих признаки манипулирования ценами на рынке ценных бумаг. Утверждено постановлением ФКЦБ России от 7 февраля 2003г. № 03-8/пс.

33. Положение о специалистах финансового рынка. Утверждено приказом ФСФР России от 20 апреля 2005 г. № 05-17/пз-н.

34. Положение о требованиях к разделению денежных средств брокера и денежных средств его клиентов и обеспечению прав клиентов при использовании денежных средств клиентов в собственных интересах брокера. Утверждено постановлением ФКЦБ России от 13 августа 2003г. № 03-39/пс.

Монографии, учебники, учебные пособия

35. Агапеева Е.В. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в России и США: Учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальности «Юриспруденция».– М.:ЮНИТИ-ДАНА: Закон и право, 2004.– 160с.

36. Алексеев М.Ю., Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. – М.: Перспектива, 1992. – 204с.

37. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – Самара.: СамВен, 1992. – 160с.: ил.
38. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит».-2.изд., переработанное и дополненное. – М.:ЮНИТИ-ДАНА, 2004.-462с.
39. Анцупов А.Я., Прошанов С.Л. Российская конфликтология. Аналитический обзор 607 диссертаций. XX век. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 704с.
40. Арсеньев В. Руководство по российскому рынку капитала. - М.: 2001 – 280с.
41. Бородкин Ф.М., Коряк Н.М. Внимание: конфликт! / Авт. предисл. Ю.А.Шерковин – 2-е изд., перераб. и доп. – Новосибирск: Наука. Сиб. отд-ние, 1989. – 190с. – (Серия “Общество и личность”)
42. Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок. В 2т. – М.: Наука, 2004. – 000с.
43. Вишневский Д.Ю. Эволюция системы экономических интересов: понятие, механизм осуществления. – Саратов: Издательство Саратовского университета, 2001. – 30с.
44. Владиславлев Д.Н. Конкуренция и монополия на фондовом рынке. – М.: Экзамен, 2001. – 256с.
45. Воловик А.М., Семенков А.В. Три эпохи биржи в России. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 96с.
46. Ворожейкин И.Е., Кибанов А.Я., Захаров Д.К. Конфликтология: Учебник. (Серия «Высшее образование») – М.: ИНФРА-М, 2003. – 240с.
47. Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. – 222с.
48. Говорин А.А. Инфраструктура современного предпринимательства: проблемы теории и практика. – М.: Финстатинформ, 1999. – 175с.

49. Дмитриев А.В. Конфликтология: Учебное пособие. – М.: Альфа-М, 2003. – 336с.
50. Едророва В.Н. Операции и участники рынка ценных бумаг. Монография. – Н.Новгород: 1998. –259с.
51. Здравомыслов А.Г. Потребности. Интересы. Ценности. – М.: Политиздат, 1986. – 223с.
52. Институциональная экономика. Под общей редакцией А. Олейника. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 704с.
53. Калов З.А., Мерзляков И.П. Актуальные проблемы развития фондового рынка. – Нальчик: Изд. центр «ЭЛЬ-ФА», 2000. – 156с.
54. Карапетян С.Т. Альтернатива теории стоимости. – М.: Знание, 1991. – 80с.
55. Кесельман Г.М., Иголкин А.А. Финансовые рынки России после августа 1998г. – М.: Сирин, 2002. – 140с.
56. Клейнер Г.Б. Эволюция институциональных систем. – ЦЭМИ РАН, М.: Наука, 2004. – 240с.
57. Коммерческие банки на фондовом рынке. Банковская система России. Настольная книга банкира. Ред. Абалкин Л.И и др. – М., ДеКА, 1995. – 112с.
58. Кохен Д. Психология фондового рынка: страх, алчность и паника. – М: Интернет-трейдинг, 2004. – 364с.
59. Кронрод Я.А. Законы политической экономии социализма. Очерки методологии и теории. – М.: Мысль, 1966. – 581с.
60. Лавров А. М. И др. Проблемы развития рынка ценных бумаг и фондовых биржевых структур: Вопросы теории и практики. – Кемерово: АО Кемеровское кн. изд-во, 1993. – 119с.
61. Малахов С.В. Основы экономической психологии: Учебное пособие. Институт экономической политики. – М. Б.и. Ин-т экономической политики, 1992. – 64с.

62. Маренков Н.Л. Контроль и ревизия. – М.: Экономико-финансовый институт. – Ростов-на-Дону: Издательство «Феникс», 2004. – 416с.
63. Маренков Н.Л., Косаренко Н.Н. Рынок ценных бумаг в России. Учебное пособие для студентов и аспирантов финансовых и экономических специальностей высших учебных заведений. – М.: Флинта: Наука, 2004. – 248с.
64. Маршалл А. Принципы экономической науки, т.І. Пер. с англ. – М.: Издательская группа «Прогресс», 1993. – 26л. («Экономическая мысль Запада». Для научных библиотек).
65. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Перспектива, 1995. – 536 с.
66. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
67. Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской Федерации (Опыт и проблемы становления). – Спб.: Изд-во СПб Ун-та эк-ки и финансов, 1992. – 176с.
68. Основы государственного регулирования финансового рынка: Учебное пособие для юридических и экономических вузов/ А.Рот, А.Захаров, Я.М.Миркин и др. – 2.изд., переработанное и дополненное. – М.: Юстицинформ, 2003. – 624с.
69. Палеев И.И. Защита интересов инвесторов на вторичном рынка ценных бумаг. М.: Диалог – МГУ, 1998. – 26с.
70. Правовые основы рынка ценных бумаг / под ред. Шерстобитова А.Е. – М.: Деловой Экспресс, 1997. –160с.
71. Приватизация по-русски. / под ред. Чубайса А.Б. - М.: ВАГРИУС, 1999.– 365с.

72. Природа фирмы. / под ред. О.И.Уильямсона и С. Дж. Уинтера. – М.: Дело, 2001. – 360с.
73. Разумов И.В. Фондовый рынок и механизм защиты экономических интересов его участников. Автореф. дисс. канд. экон. наук. Ярославль, 1998. – 22с.
74. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – 448с.
75. Рынок ценных бумаг. Шаг России в информационное общество. Под ред. Н.Т. Клещева. – М., Экономика, 1997. – 559с.
76. Сидорова А.И. Посредническая деятельность на рынке ценных бумаг. Автореф. дисс. канд. экон. наук. – М.: 1999. – 22с.
77. Сизов Ю.С. Рынок корпоративных ценных бумаг: теория, опыт, перспективы. – М.: Наука, 1999. – 253с.
78. Смагина В.В. Инвестиционные институты на рынке ценных бумаг в трансформирующейся экономической системе. Автореф. дисс. канд. экон. наук. – Тамбов: 2000. - 18с.
79. Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов (Кн. 1 – 3). – М.: Наука, 1992. – 572с.
80. Собственность и экономические интересы / Хаустов Ю.И., Канапухин П.А., Клинова С.П., Просяников В.Н. – Воронеж, 2000.– 302с.
81. Состояние и перспективы развития фондового рынка в России: Науч. доклад / Красильников С.А., Стародубровский В.Г., Мергелов Г.С. и др. / Международный научно-исследовательский институт проблем управления / М.: 1997. – 86с.
82. Социология. Учебное пособие. Общая редакция проф. Тадевосяна Э.В. – М.: Знание, 1995. – 272с.
83. Туманян Ю.Р. Современные трактовки сущности экономических интересов. Сборник научных трудов. Серия «Экономика» // Северо-Кавказский государственный технический университет. – Ставрополь, 2002. – 155с.

84. Тьюлз Р. Дж., Бредли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. – М., Инфра-М, 1997. – 648с.
85. Тюрго А. Избранные экономические произведения. – М., 1961.- 346с.
86. Функ Я.И., Михальченко В.А., Хвалей В.В. Акционерное общество: история и теория (Диалектика свободы). – Мн.: Амалфея, 1999. – 608с.
87. Чернецова Н.С. Теория и методология исследования экономических интересов. – М.: МИЭМ УЧЛИТВУЗ, 2001. – 256с.
88. Черников Г.П. Фондовая биржа: Международный опыт. – М.: 1991. – 191с.
89. Чесноков А.С. Рынок ценных бумаг, фондовые биржи, брокерская и дилерская деятельность. – М., МЕНАТЕП-ИНФОРМ, 1992. – 104с.
90. Шабалин А.О. Развитие рынка ценных бумаг России в XX веке. – М.: Евразия +, 2001. – 296с.
91. Шарп У.Ф, Александер Г.Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 1024с.
92. Шихвердиев А.П. Роль государственного регулирования рынка ценных бумаг в обеспечении экономической безопасности его субъектов. – М.: Экономика, 1999. – 318с.
93. Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты / Пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – 408с.
94. Экономическая теория (Политическая экономия). / Учебное пособие. / Коллектив авторов. – М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 1997. – С.
95. Экономическая теория: Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, Т.В. Чечелевой. Финансовая Академия при Правительстве РФ.– М.: Экзамен, 2004. – 590с.

96. Ясин Е.Г. Российская экономика. Истоки и панорама рыночных реформ: / Курс лекций. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 437с.

97. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 336с.: ил.

Статьи в периодических изданиях

98. Абрамов А.Е. Закон должен служить интересам восстановления и развития российского рынка ценных бумаг//Депозитариум. – 1999. – № 4 (13). Интернет-версия журнала с сайта www.micex.ru.

99. Авакян Е. Реформирование системы регулирования финансового рынка: проблемы и перспективы.//Рынок ценных бумаг.–2005.–№10.– С.9-10.

100. Астанин Э., Салахутдинов В. Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт//Рынок ценных бумаг – 1999. – № 6(141). – С. 70-72.

101. Брусенцев Д. Новые электронные технологии брокерских операций//Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 6 (165). – С. 101-102.

102. Булатов В.В. Особенности антикризисных технологий //Банковские технологии. – 1999. – № 10. – С. 77-79.

103. Бычков А. Глобализация экономики и мировой фондовый рынок //Вопросы экономики.–1997 – № 12. – С. 82-93.

104. Вилкова Т.Б. Основные требования к осуществлению брокерской деятельности на российском рынке ценных бумаг//Вестник Финансовой Академии. – 2002. – № 1(21). – С.84-91.

105. Вилкова Т.Б. Проблемы правового регулирования брокерской деятельности в современной России //Дайджест-Финансы. – 2002. – № 1(85) – С.34-37.

106. Вилкова Т.Б. Экономические основы деятельности брокерско-дилерских компаний на рынке ценных бумаг //Дайджест-Финансы. – 2002. – № 3(87) – С.4-14.

107. Вилкова Т.Б. Подходы к оценке собственного капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг: зарубежный опыт и российская практика //Финансы и кредит. – 2002. – № 5 (95) – С.18-23.

108. Вилкова Т.Б. Принципы формирования эффективной системы внутреннего контроля брокерско-дилерской компании //Дайджест-Финансы. – 2006. – № 11(143) – С.11-15.
109. Витин А. Привлечение инвестиций на рынке ценных бумаг//Вопросы экономики. – 1996. – № 12. – С. 121-128.
110. Витин А. Рынок ценных бумаг и инвестиции: кризис и предпосылки его преодоления//Вопросы экономики. – 1998. – № 9. – С. 136-147.
111. Волков К. Равноправие СРО и госрегулятора отдает «маниловщиной»//Рынок ценных бумаг. – 2002. – №22. – С.38.
112. Гаврилов А. Особенности национальных рисков на рынке ценных бумаг.//Рынок ценных бумаг.–2005.–№1 – С.57-58.
113. Гальперин А., Лосавио И., Лобанов А. Клиентский бизнес и возможности его развития в России//Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 6 (165). – С.7-10.
114. Гудкова С. Особенности оценки эффективности деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.//Финансовая газета. Регион. выпуск.– 2005.–№1. – С.14.
115. Данилов Ю. Новая роль фондового рынка в России//Вопросы экономики. –2003. – № 7. – С.44-56.
116. Де Круссерг С. Новые подходы к теории финансового посредничества и банковской стратегии // Вестник Финансовой Академии – 2001. – № 1(17). – С.33-43.
117. Доверительное управление становится востребованным клиентом//Интервью с начальником отдела обслуживания ИФК “Метрополь” Салимовым И. // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 6 (165). – С. 10-11.
118. Домбровский А. Анализ состояния рисков профессиональных участников на рынке ценных бумаг//Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 2. Интернет-версия журнала с сайта www.rcb.ru.

119. Дорошенко О.М. Принципы проведения аудита финансовых вложений.//Бухгалтерский учет. Офиц. материалы.–2005.– №13 – С.37-39.
120. Жуков С. Внутренний учет операций с ценными бумагами//Рынок ценных бумаг. – 1998. – № 8. Интернет-версия журнала с сайта www.rcb.ru.
121. Иванова Е. НАУФОР еще в начале пути//Рынок ценных бумаг – 1999. – № 12. Интернет-версия журнала с сайта www.rcb.ru.
122. Ильин А. «Мыльные пузыри»: вчера, сегодня и завтра? //Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 7. Интернет-версия журнала с сайта www.rcb.ru.
123. Инвестиционные компании: Тематические страницы.//Коммерсант. Деньги. –2005.– №38 – С.113-128.
124. Кафиев Ю., Сидоров В. Время частных инвесторов пришло//Рынок ценных бумаг – 1998. – № 6. Интернет-версия журнала с сайта www.rcb.ru.
125. Кирдяшкин Д. Страхование как способ снижения рисков на рынке ценных бумаг//Вестник НАУФОР. – 1999. – № 4. – С. 16-17.
126. Кирдяшкин Д. Защита прав и законных интересов владельцев ценных бумаг//Вестник НАУФОР. – 1999. – № 7(27). – С. 27-29.
127. Защита клиента – ключ к композиции. Интервью с К. Корищенко. //Вестник НАУФОР. – 2001. – №4. – С. 4-6
128. Кормош Ю., Буркова А. Шаги к созданию финансового мегарегулятора в России // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 15(318). – С. 69-72.
129. Кувакина Т. Квалификационные требования к специалистам рынка ценных бумаг//Рынок ценных бумаг.– 2005.–№14–С.57-60.
130. Кузетенко А., Субботин С. Интернет-технологии в брокерском обслуживании частных лиц – взгляд фондовых технологов//Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 18. – С. 60-62.
131. Кузьмин Г. Ценные бумаги: тонкости учета.//Экономика и жизнь. Бухгалтерское приложение.–2005.–№14.– С. 17-20.

132. Лансков П. Призрак саморегулирования//Рынок ценных бумаг. – 2002. – №22. – С.32-34.
133. Макеева Е. Защита прав инвесторов: возможные правовые решения//Вестник НАУФОР. –1999. – № 7(27). – С.32-37.
134. Малджанов Э. Конфликт интересов: инвестиционный банк, аналитики и инвесторы//Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 13. – С. 23-27.
135. Марков М., Чернобай Е. Операции со средствами клиентов: комиссия и доверительное управление//Вестник НАУФОР. – 1999. – № 6(26). – С. 53-59.
136. Миркин Я.М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок//Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 7. – С.33-36.
137. Миркин Я.М. ФКЦБ: жить или существовать?//Рынок ценных бумаг. – 2000.– № 8. – С.16-18
138. Мы хотим идеологически разделить клиентов. Интервью Заместителя руководителя ФСФР России Стрельцова В.Ю.//Приложение к газете «Коммерсантъ». –2005.– № 225(3309) от 30 сент.
139. Нехаевский Д. Внутренний контроль в российских инвестиционных компаниях//Вестник НАУФОР. – 1999. – № 6(26). – С.20-22.
140. Окулов В. Инвестирование на российском рынке: теория и практика.//Рынок ценных бумаг.–2004.–№24.– С.28-31.
141. О социальном аспекте приватизации / Раздел доклада Экспертного института «Страна по имени Провинция» //Вопросы экономики. – 1996. – № 4. – С.73-80.
142. Потемкин А. Проблемы устойчивости фондового рынка России//Вопросы экономики. – 1999. – № 9. – С.111-116.
143. Потемкин А. Фондовый рынок как фактор удвоения ВВП//Рынок ценных бумаг.–2004. – №24. – С.6-10.
144. Программное интервью О. Вьюгина//Финанс. – 2004 – №20. – С.14-18.

145. Регулятор, не включенный в систему исполнительной власти, вызывает больше доверия. Интервью с О. Вьюгиным. // Вестник НАУФОР. – 2005. – № 10. – С. 8-9.

146. Рожкова И.В. Анализ состояния фондового рынка в России / И.В. Рожкова, С.Н. Юров.//Финансовый менеджмент. – 2005. – №1. – С.123-127; №2. – С.121-128; №3. – С. 129-138.

147. Сизов Ю.С. Инвестиционные компании в России: год спустя после кризиса//Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 20. Интернет-версия журнала с сайта www.rcb.ru.

148. Трегуб А. Компенсационные фонды//ФИНАНСИСТ. – 2002. – № 5. – С.62-71.

149. Трегуб А. Собственные средства или страховой полис? //Вестник НАУФОР. – 2003. – № 1. Интернет-версия журнала с сайта www.naufor.ru.

150. Уваров О., Фомина Л. Обеспечение безопасности рынка ценных бумаг России//Рынок ценных бумаг. – 1998.– № 17. Интернет-версия журнала с сайта www.rcb.ru.

151. Чугунов Д. Профессиональная защита для профессиональных участников рынка ценных бумаг.//Рынок ценных бумаг.–2004.–№24.–С.34-35.

152. Юдина И. Внутренний контроль: проблемы, критерии эффективности и значение в управлении компанией //Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 4(283). – С.54-56.

153. Яковлев А. Отношение частных вкладчиков к различным формам и способам сбережений//Вопросы экономики. – 1998. – № 12. – С. 46-55.

154. Ярков В. Новый федеральный закон о защите прав инвесторов//Вестник НАУФОР. – 1999. – № 7(27). – С. 30-31.

155. Контроль за проведение операций с ценными бумагами и надзор за рынком (Securities Enforcement and Market Oversight) Вашингтон,

ноябрь 1998г. Материалы Международного образовательного центра Комиссии по ценным бумагам и биржам США.

156. Конфликт интересов. Материалы к семинару Know-How Fund. – М.,1998.

157. Повышение качества услуг частным инвесторам. Пособие для финансовых посредников. Составитель: проект Тасис ИНВАС Консультационные услуги по инвестициям на фондовых рынках. – М., 2001.

158. Практические вопросы правоприменения на рынке ценных бумаг. Материалы к семинару Добровольческого корпуса по оказанию финансовых услуг. – М., 1999.

159. Проверка счетов клиентов (Customer Account Review). Материалы к семинарам Международного образовательного центра Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Бостонское региональное отделение Комиссии по ценным бумагам и биржам США. – Вашингтон, 1992.

160. Проблемы правоприменения на рынке ценных бумаг. Материалы к семинару Know-how Fund Financial Research Associates Ltd. совместно с ФКЦБ России. - М., 1997.

161. Регулирование финансовых посредников. Материалы к семинару Know-how Fund Financial Research Associates Ltd. совместно с ФКЦБ России и Национальной ассоциацией участников фондового рынка – М., 1999.

162. Создание механизма регулирования рынка ценных бумаг в период формирования рынка//Отчет подготовленный отделом правительственных услуг компании Price Waterhouse LLP по заказу Агентства США по Международному развитию. – М., 1996.

163. Финансовая отчетность и нормативное регулирование деятельности брокеров/дилеров. Материалы к семинару Добровольческого корпуса по оказанию финансовых услуг. – М.: 1999.

164. Правила профессиональной этики членов НАУФОР, утвержденные Протоколом-резолюцией Совета директоров НАУФОР от 02.10.98 № 98-33-shРДН-0210,

165. Правила профессиональной этики и добросовестной деятельности членов НП «Фондовая биржа РТС» в редакции от 01.03.2000.

Литература на иностранных языках

166. A Plain English Handbook. How to create clear SEC disclosure documents. By the Office of Investor Education and Assistance. U.S. SEC. August, 1998.

167. Audit of Futures Commission Merchants, Introducing Brokers, and Commodity Pools. American Institute of Certified Public Accountants, Inc./ New York, NY 10036-8775, 1998.

168. Brokers and Dealers in Securities. American Institute of Certified Public Accountants, Inc./ New York, NY 10036-8775, 1998.

169. Compliance Function at Market Intermediaries. Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO. March, 2006.

170. Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C. Securities regulation : cases and materials /5th ed. New York, NY : Aspen Publishers, c2006.

171. Jensen, Michael C. (1983). Organization Theory and Methodology // Accounting Review 58 (No. 2, April): 319-339.

172. Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics 3 (No. 4, October): 305-360.

173. Haft, Robert J. Due diligence in securities transactions / New York, N.Y., Clark Boardman Co. ,1997.

174. Loss, Louis. Fundamentals of securities regulation./Boston, Mass, : Toronto Ont., Little, Brown and Co., 1983.

175. Model Code of Ethics. A Report of the SRO Consultative Committee of the IOSCO, June, 2006.

176. NASD guide to rule interpretations / Washington, D.C., Publisher: National Association of Securities Dealers, Inc. , 1994.

177. Ross, Stephen A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem // American Economic Review 62 (May): 134-139.

178. Securities Enforcement and Market Oversight./International Training Institute. United States Securities and Exchange Commission/ Washington D.C., 1998.

179. Solin, Daniel R. Does your broker owe you money? /2nd ed. Bonita Springs, Fla. : Silver Cloud, c2004.

180. What Every Investor Should Know. A Handbook from the United States Securities and Exchange Commission. A publication of the Office of Public Affairs, Policy Evaluation and Research US Securities and Exchange Commission/ Washington D.C., 1995.

Материалы, опубликованные в сети Интернет

<http://www.fedcom.ru> – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг

<http://www.fesm.ru> – Федеральная служба по финансовым рынкам

<http://www.naufor.ru> – Национальная ассоциация участников фондового рынка

<http://www.nfa.ru> – Национальная фондовая ассоциация

<http://www.rtsnet.ru> – Фондовая биржа «РТС»

<http://www.micex.ru> – Московская межбанковская валютная биржа

<http://www.interfax.ru> – Информационное агентство «Интерфакс»

<http://www.iet.ru> – Институт экономики переходного периода

<http://www.fedfond.ru> – Федеральный общественно-государственный фонд по защите прав вкладчиков и акционеров

<http://www.mosfund.ru> – Региональное отделение ФСФР России в Центральном регионе

<http://www.azipi.ru> – Информационное агентство «АЗИПИ-ИНФОРМ»

<http://www.stockportal.ru> – Российский фондовый рынок

<http://www.rsl.ru> – Российская государственная библиотека

<http://www.mirkin.ru> – Финансовая электронная библиотека

<http://www.rcb.ru> – Журнал «Рынок ценных бумаг»

<http://www.expert.ru> – Журнал «Эксперт»

<http://www.rusmoney.ru> – The Russian Money Pages

<http://www.iosco.org> – International Organization of Securities Commissions

<http://www.europefesco.org> – Forum of the European Securities Commissions

<http://www.sec.gov> – Securities and Exchange Commission

<http://www.nasd.com> – National Association of Securities Dealers

<http://www.sipc.org> – Securities Investor Protection Corporation

<http://www.nyse.com> – New York Stock Exchange

<http://www.fend.com> – Fend Securities Expert Witness

<http://www.fsa.gov.uk> – U.K. Financial Service Authority

Сравнительная характеристика договоров на брокерское обслуживание и состав дополнительных соглашений и документов, необходимых для осуществления брокерской деятельности в интересах клиента

1) Договор поручения (Глава 49, часть II Гражданского кодекса Российской Федерации)

Предметом договора поручения является совершение сделок купли-продажи ценных бумаг, стороной которых становится представляемый, а не представитель, поскольку последний совершает эти сделки от имени представляемого, при этом он обязан заранее проинформировать об этом контрагентов. Важно отметить, что в результате заключения такой сделки права и обязанности по сделке, совершенной поверенным (представителем), возникают непосредственно у доверителя (представляемого). Другими словами, поверенный не становится участником сделки, совершенной (заключенной) им с третьим лицом от имени и в интересах своего доверителя.

Все взаимоотношения между сторонами (поверенным и доверителем) по договору поручения строятся, прежде всего, на доверии, так как доверитель не имеет возможности постоянно контролировать действия своего поверенного, но по закону становится стороной заключенных им сделок. Договор поручения используется при обслуживании клиентов на внебиржевом рынке. Как правило, российские брокерско-дилерские компании заключают договор поручения с клиентами-нерезидентами. При этом расчеты по денежным средствам, связанные с исполнением сделок по данному договору, осуществляются в большинстве случаев за рубежом (в оффшорных зонах) в иностранной валюте. Такие условия частично «выводят» взаимоотношения брокерско-дилерской компании и клиента из-под контроля отечественных

государственных регулирующих органов и саморегулируемых организаций, и, следовательно, права клиента защищены в данном случае не самым лучшим образом.

2) Договор комиссии (Глава 51,, часть II Гражданского кодекса Российской Федерации)

По договору комиссии одна сторона (комиссионер) обязуется по поручению другой стороны (комитента) за вознаграждение совершить одну или несколько сделок, в данном случае купли-продажи ценных бумаг, от своего имени, но за счет комитента.

По сделке, совершенной комиссионером с третьим лицом, приобретает права и становится обязанным комиссионер, хотя бы комитент и был назван в сделке или вступил с третьим лицом в непосредственные отношения по исполнению сделки.

В целом договор комиссии довольно близок к договору поручения. Общим для них является то, что и поверенный, и комиссионер выполняют юридические действия за счет другой стороны, то есть доверителя или комитента. Вместе с тем между ними имеются существенные различия. Главное отличие состоит в том, что если поверенный совершает юридические действия от имени доверителя, то комиссионер, совершая сделки, действует от своего имени.

Договор комиссии, как правило, используется для урегулирования взаимоотношений брокерско-дилерской компании и клиента при совершении сделок купли-продажи ценных бумаг на бирже. В целом, если сравнивать договор комиссии и договор поручения, работа по схеме договора комиссии связана с наименьшими рисками, как для брокерско-дилерской компании, так и для клиентов.

3) Агентский договор (Глава 52, часть II Гражданского кодекса Российской Федерации)

Несмотря на то, что договоры поручения и комиссии достаточно универсальны, они все же в своем традиционном виде ориентированы, прежде

всего, на совершение поверенным (комиссионером) одного или нескольких конкретных действий и недостаточно приспособлены для регулирования долговременных отношений, какими обычно являются отношения по поводу оказания брокерских услуг на рынке ценных бумаг. Зачастую брокерско-дилерская компания и клиент нуждаются в комплексном урегулировании отношений, сочетающем как различные элементы поручения и комиссии, так и выходящем за рамки и того, и другого варианта договора. В этих случаях используют агентский договор, поскольку содержание агентского договора может быть значительно шире. Практика показывает, что обычно отношения сторон не ограничиваются совершением сделок купли-продажи ценных бумаг по поручениям клиентов. Помимо основной деятельности, брокерско-дилерская компания оказывает клиентам разного рода сопутствующие услуги, к которым относятся финансовое консультирование, формирование портфеля ценных бумаг в соответствии с инвестиционными предпочтениями клиентов, предоставление займов на покупку ценных бумаг, выдача поручительств за клиентов и др.

Отличительным признаком агентского договора является то, что агент совершает сделки как от имени и за счет принципала, так и от имени агента, но за счет принципала. Также, по сравнению с договорами поручения и комиссии, отношения по агентскому договору всегда имеют длящийся характер, что особо подчеркивается в определении договора (статья 1005 Гражданского кодекса Российской Федерации).

Здесь же нам представляется уместным кратко осветить начальные этапы взаимодействия брокерско-дилерской компании и потенциального клиента и указать некоторые дополнительные соглашения и документы, необходимые для осуществления брокерской деятельности на рынке ценных бумаг в интересах клиента.

Работа на рынке ценных бумаг для клиента начинается с выбора брокерско-дилерской компании, предоставляющей набор услуг, максимально

соответствующий его потребностям, и подписания договора на брокерское обслуживание.

При заключении договора на брокерское обслуживание с клиентом зарубежные брокерско-дилерские компании руководствуются, так называемыми «правилами соответствия». Так, в США соблюдение брокерско-дилерскими компаниями «правил соответствия» является обязательным требованием фондовых бирж и Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. В России требование о соблюдении «правил соответствия» отсутствует. Тем не менее, большинство отечественных брокерско-дилерских компаний используют западный опыт в данной области.

Соблюдение «правил соответствия» предполагает проведение ряда процедур, предшествующих моменту подписания договора на брокерское обслуживание. Перед тем как принять на обслуживание того или иного клиента, брокерско-дилерская компания тщательно изучает всю доступную информацию о нем. При заключении договора на брокерское обслуживание оформляется анкета клиента – документ, содержащий основные сведения о клиенте. Также клиент-юридическое лицо обычно предоставляет в брокерско-дилерскую компанию копии учредительных документов и свидетельства о внесении в Единый реестр зарегистрированных лиц; карточку с образцами оттиска печати и подписей лиц, которым предоставлено право действовать от имени компании без доверенности; протокол об избрании (назначении) единоличного исполнительного органа; информацию о счетах в кредитных организациях; бухгалтерскую отчетность на последнюю отчетную дату, а также иные документы по требованию брокерско-дилерской компании. При заключении договора с физическим лицом помимо анкеты, документа, удостоверяющего личность, и информации о счетах в кредитных организациях, обычно запрашивается также следующая информация: возраст и образование, размер и источник дохода, опыт инвестирования, инвестиционные предпочтения.

Клиенту могут предложить заручиться рекомендательными письмами, относящимися к его кредитной истории, предоставить информацию о счетах в других брокерско-дилерских компаниях и о том, что побудило клиента открыть счет именно в этой брокерско-дилерской компании (например, по рекомендации кого-либо, в ответ на рекламу и др.).

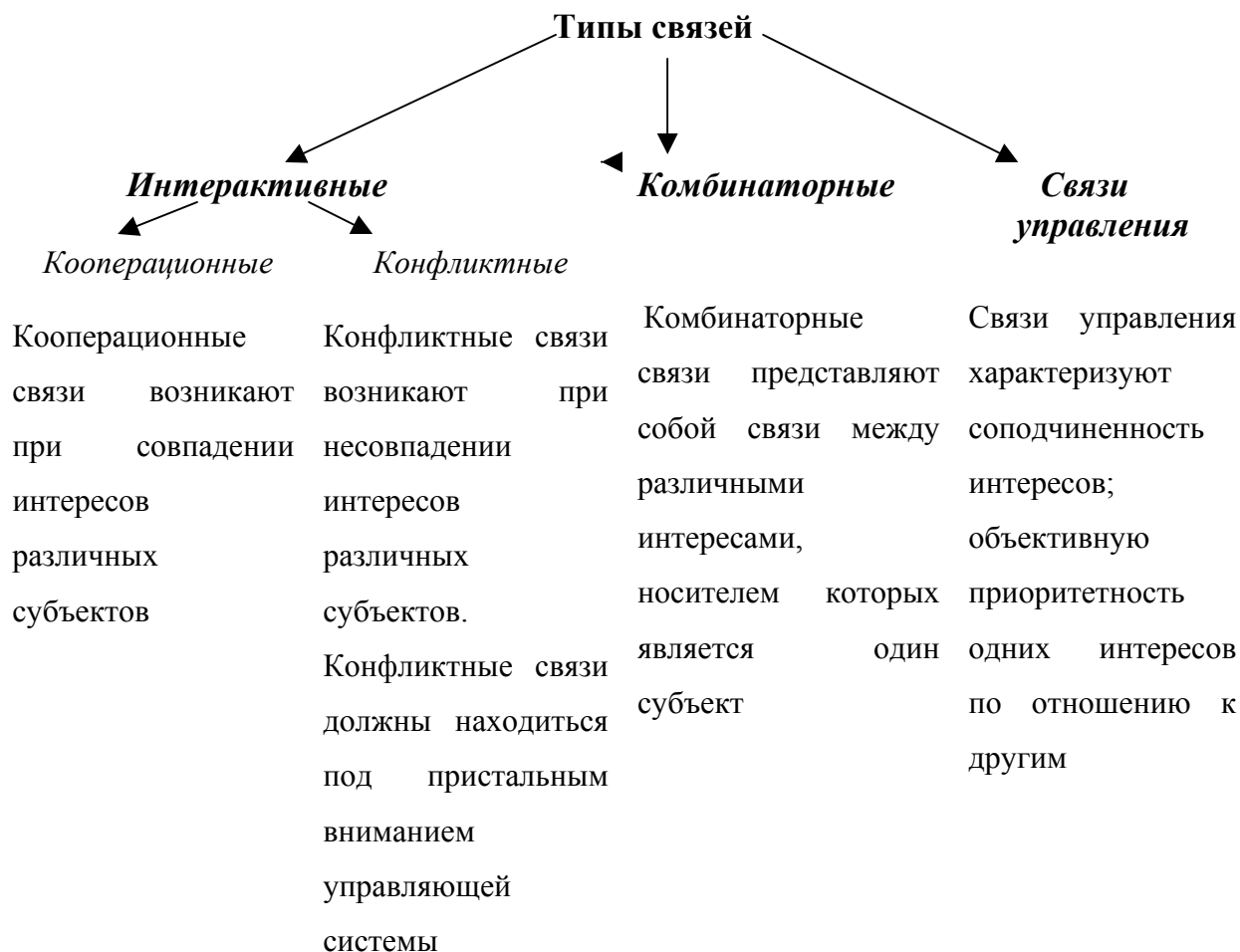
В тех случаях, когда клиент высказывает намерение осуществлять достаточно рискованные операции на рынке ценных бумаг, например, совершать сделки со срочными инструментами, торговать с использованием маржинального счета, брокерско-дилерской компании требуется гораздо более подробная информация, в частности, о его финансовом положении и опыте инвестирования капитала в ценные бумаги и срочные инструменты. В случае осуществления маржинальных сделок, клиент обычно подписывает дополнительное соглашение к договору на брокерское обслуживание, регулирующее взаимоотношения сторон именно по поводу маржинальной торговли и включающее условия предоставления займа клиенту.

Как правило, вместе с договором на брокерское обслуживание клиент подписывает доверенность на выполнение брокерско-дилерской компанией функций попечителя или оператора счета депо/лицевого счета, открываемого на имя клиента в вышестоящих депозитариях или реестрах акционеров. Если брокерско-дилерская компания имеет еще и депозитарную лицензию, то клиенту предлагается заключить договор счета депо и оформить связанные с ним документы. В таких случаях брокерско-дилерская компания обычно выступает в качестве номинального держателя ценных бумаг клиента в депозитариях или реестрах акционеров.

Классификации связей экономических интересов

Первая классификация предлагает три типа связей: интерактивные, комбинаторные и связи управления.⁵²

Схема 1

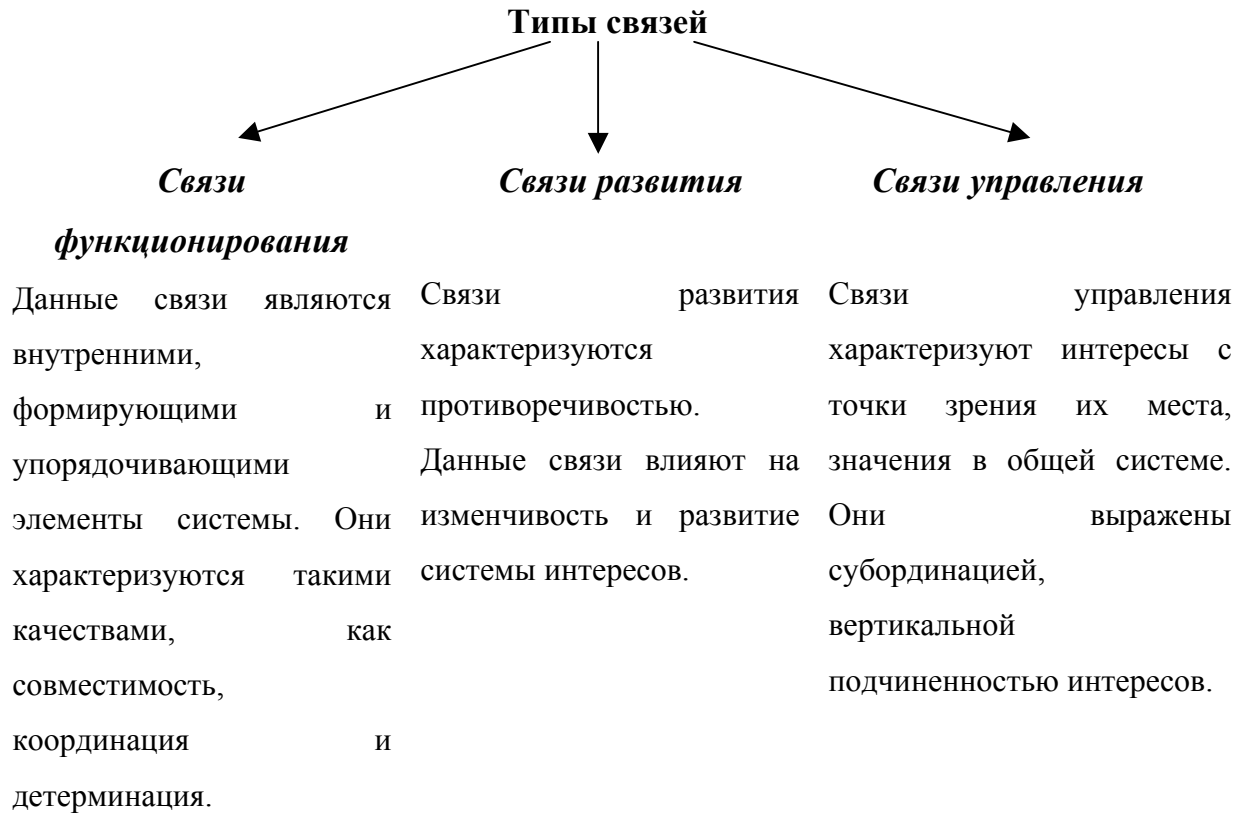


В основу второй классификации положена сущность процесса, определяемого данным типом связи. Выделяют связи функционирования,

⁵² Даниелян А.В. Трансформация экономических интересов и их реализация в условиях рыночных преобразований: Диссертация на соискание ученой степени к.э.н. – Пятигорск, 1999. – С.60. Гершкович Б.Я. Противоречия экономических интересов: Тезисы. – Пятигорск, 1999.

развития и управления.⁵³

Схема 2



⁵³ Чернецова Н.С. Теория и методология исследования экономических интересов. – М.: МИЭМ УЧЛИТВУЗ, 2001 – С. 76

Направления регулирования брокерской деятельности на рынке ценных бумаг с целью недопущения возникновения и снижения негативных последствий проявлений конфликтов интересов

Обязанности брокерско-дилерской компании по отношению к клиентам

Статьей 3 Закона «О рынке ценных бумаг» установлены основные требования к осуществлению брокерской деятельности на рынке ценных бумаг. В частности, требование о том, что сделки, осуществляемые по поручениям клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самой брокерско-дилерской компании при совмещении ею деятельности брокера и дилера, и требование об обособлении денежных средств клиентов, переданных брокерско-дилерской компании для инвестирования в ценные бумаги, на специальном брокерском счете, открываемом в кредитной организации. Другими словами, ограничивается возможность брокерско-дилерской компании использовать денежные средства, находящиеся на специальном брокерском счете. В Законе «О рынке ценных бумаг» также перечислены операции, которые брокерско-дилерская компания вправе совершать с использованием этих средств.

Если принцип приоритетности интересов клиентов перед интересами брокерско-дилерской компании был заявлен еще в самой первой редакции Закона «О рынке ценных бумаг» в 1996 году и является в основном декларативной мерой, требующей дальнейшего раскрытия в подзаконных актах, то требование об открытии специального брокерского счета было введено значительно позднее, с принятием поправок к Закону «О рынке ценных бумаг» в декабре 2002 года. Эта мера существенно упрощает контроль за использованием денежных средств клиентов, предотвращая возможные злоупотребления со стороны брокерско-дилерской компании.

Данные положения Закона «О рынке ценных бумаг» нашли свое

отражение в Правилах осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденных постановлением ФКЦБ России от 12 декабря 2002 года № 03-11/пс (далее – Правила осуществления брокерской и дилерской деятельности) и Положении о требованиях к разделению денежных средств брокера и денежных средств его клиентов и обеспечению прав клиентов при использовании денежных средств клиентов в собственных интересах брокера, утвержденном постановлением ФКЦБ России от 13 августа 2003 года № 03-39/пс.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, в том числе брокерская деятельность, подлежит обязательному лицензированию.

Для того, чтобы брокерско-дилерская компания могла начать работать на рынке ценных бумаг она должна получить лицензию в ФСФР России. Процедура лицензирования осуществляется в соответствии с Порядком лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 16 марта 2005г. № 05-3/пз-н (далее – Порядок лицензирования). В этом документе содержатся основные лицензионные требования, которые профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны соблюдать на протяжении всего срока действия лицензии.

Здесь следует отметить требования к совмещению различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В частности, брокерская деятельность может совмещаться с дилерской деятельностью, деятельностью по управлению ценными бумагами и депозитарной деятельностью. В более ранних редакциях условий лицензирования содержалось также ограничение на совмещение профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с иной предпринимательской деятельностью. Данное ограничение было введено, прежде всего, в целях минимизации рисков на рынке ценных бумаг, так как существовало мнение о том, что осуществление брокерско-дилерской компанией иной

предпринимательской деятельности является фактором, вызывающим дополнительные риски для клиентов и контрагентов брокерско-дилерской компании. Однако практика не подтвердила жизнеспособность данного требования. По мнению А.Е. Абрамова, «ФКЦБ России неоднократно пыталась наложить не всегда оправданные ограничения на совмещение различных видов предпринимательской деятельности участников рынка ценных бумаг и осуществляемые ими операции. Достаточно вспомнить истории про попечителей и хранителей, лицензирование различных разновидностей брокерской и дилерской деятельности, запреты банкам осуществлять брокерскую или дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг. Нормативные правовые акты зачастую игнорируют происходящий во всем мире объективный процесс универсализации деятельности финансовых посредников на финансовых рынках. В этих условиях требования по ограничению совмещения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с иными видами предпринимательской деятельности, а также по ограничению совмещения разных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, должны устанавливаться только законом, а не ведомственными нормативными актами».⁵⁴ Позже ограничение на совмещение профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с предпринимательской деятельностью было отменено в связи с тем, что оно противоречило статье 10 Закона «О рынке ценных бумаг».

Обязанности брокерско-дилерской компании, связанные с совершением сделок по поручению клиентов, сформулированы, в основном, в двух документах: в Законе «О защите прав инвесторов» и в Правилах осуществления брокерской и дилерской деятельности.

При осуществлении брокерской деятельности брокерско-дилерская компания обязана:

⁵⁴ Абрамов А.Е. Закон должен служить интересам восстановления и развития российского рынка ценных бумаг// Депозитариум.– 1999. – № 4 (13).

- лично исполнять поручения клиентов, за исключением случаев передоверия совершения сделок другой брокерско-дилерской компании, если оно предусмотрено в договоре на брокерское обслуживание или брокерско-дилерская компания вынуждена к этому силой обстоятельств для охраны интересов своего клиента с уведомлением последнего;
- исполнять обязательства по заключенным с клиентами договорам, действуя добросовестно и исключительно в интересах клиентов;
- исполнять поручения клиентов в порядке их поступления, действуя исключительно в интересах клиентов, и обеспечивать наилучшие условия исполнения поручений клиентов в соответствии с условиями поручений;
- предоставлять клиенту отчеты о ходе исполнения поручений по договору на брокерское обслуживание и иные документы, связанные с исполнением договора на брокерское обслуживание и поручений клиента в установленные сроки;
- принимать меры к устранению возникших с клиентом разногласий при представлении клиенту отчетов о ходе исполнения договора на брокерское обслуживание;
- принимать меры по обеспечению конфиденциальности информации о сделках клиента, за исключением информации, подлежащей представлению в регулирующие органы;
- возместить клиенту убытки в порядке, установленном законодательством;
- в случае возникновения конфликта интересов, в том числе связанного с осуществлением брокерско-дилерской компанией дилерской деятельности, немедленно уведомлять клиентов о возникновении такого конфликта интересов и предпринимать все необходимые меры для его разрешения в пользу клиента;
- совершать сделки купли-продажи ценных бумаг по поручению клиентов в первоочередном порядке по отношению к собственным сделкам

брокерско-дилерской компании в случаях совмещения профессиональным участником брокерской деятельности с дилерской деятельностью на рынке ценных бумаг.

Здесь же следует упомянуть Правила осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок), утвержденные постановлением ФКЦБ России от 13 августа 2003 г. № 03-37/пс. В этой части регулирующий орган устанавливает следующие требования:

- у брокерско-дилерской компании должен быть обеспечен отдельный учет всех маржинальных сделок в отношении каждого клиента, включая учет размера обязательств каждого клиента;
- маржинальные сделки могут совершаться только на бирже и только с ценными бумагами, включенными в котировальный лист «А» первого уровня;
- наличие разработанной всесторонней декларации о рисках, возникающих при осуществлении маржинальных сделок и обязательное ознакомление с ней клиентов;
- наличие и использование автоматизированной системы расчета уровня маржи, величины обеспечения и задолженности клиента.

Обязанности, связанные с раскрытием информации

Брокерско-дилерская компания обязана раскрывать всю информацию, которая может повлиять на инвестиционные решения клиента.

Согласно требованиям Закона «О защите прав инвесторов», брокерско-дилерская компания, предлагающая свои услуги на рынке ценных бумаг, обязана по требованию клиентов (в том числе потенциальных) предоставлять следующие документы и информацию:

- копию лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- копию документа о государственной регистрации

профессионального участника в качестве юридического лица или индивидуального предпринимателя;

➤ сведения об органе, выдавшем лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (его наименование, адрес и телефоны);

➤ сведения об уставном капитале, о размере собственных средств брокерско-дилерской компании и ее резервном фонде;

➤ при приобретении брокерско-дилерской компанией ценных бумаг по поручению клиента, обязана по требованию клиента, помимо отчетности, установленной для договора комиссии, предоставить следующую информацию:

✓ сведения о государственной регистрации выпуска этих ценных бумаг и государственный регистрационный номер этого выпуска;

✓ сведения, содержащиеся в решении о выпуске этих ценных бумаг и проспекте эмиссии ценных бумаг;

✓ сведения о ценах и котировках этих ценных бумаг на организованных рынках ценных бумаг в течение последних шести недель, если эти ценные бумаги включены в котировальный лист организаторов торговли, либо сведения об отсутствии этих ценных бумаг в котировальном листе организаторов торговли;

✓ сведения о ценах, по которым данные ценные бумаги покупались и продавались этой брокерско-дилерской компанией в течение последних шести недель, либо сведения о том, что такие операции не проводились;

✓ сведения об оценке этих ценных бумаг рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Требования к финансовому положению брокерско-дилерской компании устанавливаются постановлением ФКЦБ России от 23 апреля 2003г. №03-22/пс «О нормативах достаточности собственных средств профессиональных

участников рынка ценных бумаг» и постановлением ФКЦБ России от 21 мая 2003г. №03-26/пс «Об утверждении Методики расчета собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг». Минимальный размер собственных средств для компаний, осуществляющих исключительно брокерскую деятельность на рынке ценных бумаг составляет 5 000 тыс. рублей. Для профессиональных участников рынка ценных бумаг, получивших полный набор возможных лицензий, необходимо поддерживать размер собственных средств на уровне 40 000 тыс. рублей. Требования к размеру собственных средств – это лицензионные требования. Им должна соответствовать компания, претендующая на получение лицензии профессионального участника.

Некоторые показатели, характеризующие финансовое положение брокерско-дилерской компании, содержатся в Положении об отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг, утвержденном совместным постановлением ФКЦБ России № 33 и Минфина России № 109н от 11 декабря 2001г. В соответствии с требованиями отчетности брокерско-дилерские компании рассчитывают показатели мгновенной и текущей ликвидности, ряд показателей, характеризующих финансовую устойчивость и показатель рентабельности (всего 7 коэффициентов). Нормативов для указанных показателей не установлено, они рассчитываются и указываются индикативно. Возможно, накопив необходимый материал и статистические данные, регулирующий орган установит ряд финансовых нормативов для брокерско-дилерских компаний.

Квалификационные требования к работникам брокерско-дилерской компании и требования к организационной структуре

Порядок лицензирования устанавливает ряд требований к брокерско-дилерским компаниям, касающихся квалификации работников компании и ее организационной структуры.

Брокерско-дилерские компании обязаны контролировать действия своих работников, допускать к обслуживанию клиентов только тех специалистов,

которые имеют достаточную квалификацию. Как правило, клиенты доверяют репутации брокерско-дилерской компании и, как следствие, рекомендациям менеджера счета.

Квалификационные требования к работникам профессионального участника – это требования о наличии у работников брокерско-дилерской компании квалификационных аттестатов, выданных государственным регулирующим органом. Квалификационный аттестат выдается по результатам сдачи соответствующих экзаменов и подтверждает, что работник обладает минимальным уровнем знаний о рынке ценных бумаг, необходимым для успешного выполнения им должностных обязанностей. Квалификационные аттестаты работников должны соответствовать их должности, занимаемой в данной брокерско-дилерской компании, и направлению деятельности.

Требования к наличию системы внутреннего учета операций с ценными бумагами установлены в Порядке ведения внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами, утвержденном совместным постановлением ФКЦБ России № 32 и Минфина России № 108н от 11 декабря 2001 г. Данным Порядком предусмотрен ряд параметров, которые должны содержаться в поручении клиента на сделку и отчетности профессионального участника по итогам исполнения поручения клиента. В нем также описаны процедуры контроля за своевременным и полным исполнением поручения, сформулированы требования к учетным регистрам, которые должны фиксировать информацию обо всех сделках с ценными бумагами, совершенных брокерско-дилерской компанией.

Требования к организации системы внутреннего контроля в брокерско-дилерской компании содержатся в Положении о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг, утвержденном постановлением ФКЦБ России от 13 августа 2003 г. № 03-34/пс.

Приложение 4

**Требования к осуществлению маржинальных сделок для российских
брокерско-дилерских компаний**

В соответствии с Правилами осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок), утвержденными приказом ФСФР России от 7 марта 2006г. № 06-24/пз-н,

А) Устанавливается величина обеспечения, предоставляемого клиентом под обязательства по займу:

Формула 1

$$BO = (ДСК + СЦБ) * \left(1 - \frac{\text{скидка}}{100\%}\right),$$

где

BO – величина обеспечения;

ДСК – сумма денежных средств клиента (за исключением денежных средств, направленных клиентом для заключения срочных сделок на фондовой бирже), учитываемая по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по денежным средствам, а также денежных средств, которые должны поступить для клиента, за вычетом денежных средств, которые должны быть выплачены по заключенным ранее в интересах клиента сделкам;

СЦБ – рыночная стоимость ценных бумаг клиента, принимаемых брокерско-дилерской компанией в качестве обеспечения обязательств по займу, возникшему в результате совершения маржинальных сделок, и в обеспечение выполнения обязательств, возникших в результате заключения

необеспеченных сделок в интересах клиента, учитываемых по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по ценным бумагам, фьючерсным контрактам и опционам, либо которые должны быть зачислены на счет депо клиента, за вычетом рыночной стоимости ценных бумаг, которые должны быть списаны со счета депо клиента по заключенным ранее сделкам;

Скидка - величина, измеряемая в процентах, установленная договором с клиентом.

Величина обеспечения рассчитывается с учетом всех сделок купли/продажи ценных бумаг, заключенных и не исполненных до момента расчета уровня маржи, исполнение обязательств по которым должно быть завершено не позднее окончания текущего рабочего дня. Минимальный размер скидки составляет 25%.

Б) Маржинальные сделки по покупке могут совершаться только с ценными бумагами, допущенными к торгам хотя бы одного организатора торговли.

Маржинальные сделки по продаже ценных бумаг могут совершаться только с ценными бумагами, соответствующими критериям ликвидности, установленным ФСФР России.

В) В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным займам брокерско-дилерская компания может принимать денежные средства, а также только ценные бумаги, соответствующие критериям ликвидности, установленным ФСФР России.

Г) Маржинальные сделки могут совершаться только через организаторов торговли.

Д) Брокерско-дилерской компанией должно соблюдаться требование к уровню маржи, который рассчитывается по формуле:

$$U_{pM} = \frac{ДСК+СЦБ-ЗКб}{ДСК+СЦБ} * 100\%,$$

где

U_{pM} – уровень маржи;

ДСК – сумма денежных средств клиента (за исключением денежных средств, направленных клиентом для заключения срочных сделок на фондовой бирже), учитываемая по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по денежным средствам, а также денежных средств, которые должны поступить для клиента, за вычетом денежных средств, которые должны быть выплачены по заключенным ранее в интересах клиента сделкам;

СЦБ – рыночная стоимость ценных бумаг клиента, принимаемых брокерско-дилерской компанией в качестве обеспечения обязательств по займу, возникшему в результате совершения маржинальных сделок, и в обеспечение выполнения обязательств, возникших в результате заключения необеспеченных сделок в интересах клиента, учитываемых по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по ценным бумагам, фьючерсным контрактам и опционам, либо которые должны быть зачислены на счет депо клиента, за вычетом рыночной стоимости ценных бумаг, которые должны быть списаны со счета депо клиента по заключенным ранее сделкам;

ЗКб – задолженность клиента перед брокерско-дилерской компанией по займу, возникшая в результате совершения маржинальных сделок, с учетом ряда корректировок.

При достижении ограничительного уровня маржи в 50% брокерско-дилерской компании запрещается совершать сделки, способные снизить показатель ниже ограничительного уровня. В случае если уровень маржи достиг 35% брокерско-дилерской компании предписывается направить клиенту требование о внесении денежных средств или ценных бумаг в размере, достаточном для увеличения уровня маржи выше ограничительного

уровня. Если величина обеспечения становится меньше суммы предоставленного клиенту займа, брокерско-дилерская компания осуществляет реализацию принадлежащих клиенту ценных бумаг, составляющих обеспечение, или покупку ценных бумаг за счет денежных средств клиента, составляющих обеспечение, в количестве, достаточном для погашения части займа.

Брокерско-дилерская компания, предоставляющая своим клиентам услуги по совершению маржинальных сделок, должна соблюдать нормативы предельно допустимого размера задолженности всех клиентов и предельно допустимого размера задолженности одного клиента.

В соответствии с определенными критериями, изложенными в Порядке совершения маржинальных сделок профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность для определенной категории клиентов, утвержденном приказом ФСФР России 27 октября 2005 г. N 05-53/пз-н, брокерско-дилерская компания вправе выделить клиентов с повышенным уровнем риска. Для этих клиентов действуют следующие ограничения:

ограничительный уровень маржи не менее 25%;

величину скидки не менее 15%;

уровень маржи для направления требования не менее 20%.