

**Финансовая академия при
Правительстве Российской Федерации**

Кафедра ценных бумаг и биржевого дела

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

**"ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ
ИНТЕРНЕТ-ТОРГОВЛИ АКЦИЯМИ"**

Выполнил: **Стрельченко С.В.**

Научный руководитель: д.э.н., проф. **Миркин Я.М.**

Москва 2000 год

ПЛАН

Введение	3
1. Влияние сети Интернет на рынок ценных бумаг	5
1.1. Интернет: прошлое и настоящее	5
1.2 Основные характеристики Интернет	8
1.3. Тенденции в развитии рынков ценных бумаг в связи с использованием Интернет - технологий.	12
1.4 Новые явления, возникшие на рынке ценных бумаг в связи с появлением Интернет	23
1.4.1 Альтернативные торговые системы	23
1.4.2 Интернет - брокеры	34
2. Регулирование торговли ценными бумагами через Интернет	40
2.1. Принципы регулирования рынков ценных бумаг при переходе на Интернет- технологии.	40
2.2. Опыт США по регулированию Интернет - торговли ценными бумагами.	48
3. Перспективы развития торговли ценными бумагами с использованием сети Интернет на российском фондовом рынке и возможности для ее регулирования.	60
3.1 Проблемы и перспективы применения Интернет- технологий на фондовом рынке России.	60
3.2 Текущее состояние Интернет- торговли ценными бумагами в России.	63
3.3. Возможности для государственного регулирования торговли ценными бумагами через Интернет.	71
Заключение	84
Приложения	87
Список литературы	91

Введение

С начала 80-х г.г. наблюдается резкий рост котировок ценных бумаг, увеличивается капитализация компаний, стремятся вверх фондовые индексы. Все это связано, в том числе, с возросшей активностью брокерско - дилерских компаний, с либерализацией рынков, с развитием новых форм и видов предлагаемых потребителям услуг. Направленность компаний на увеличение доходов и снижение издержек, усиление конкуренции, в первую очередь на мировых фондовых площадках, постоянно приводит к появлению новых финансовых продуктов и способов их предложения клиентам и инвесторам.

Новым этапом в деятельности инвестиционных банков стало предложение клиентам осуществлять операции с ценными бумагами посредством использования сети Интернет. Создание технологий, построенных на Интернет, позволило резко сократить издержки при совершении операций, снизить риски и сделать рынок еще более массовым (например, крупнейший Интернет - трейдер Charles Schwab имеет более 1 млн. клиентов). При этом Интернет позволяет повысить эффективность рынка; формирующиеся на рынках цены носят справедливый и прозрачный характер.

В настоящее время ряд российских компаний анонсировали разработку собственных проектов в области Интернет - трейдинга. Помимо компаний, в борьбу за расширение спектра предлагаемых услуг включился ведущий

российский внебиржевой организатор торговли - РТС, который рассматривает возможность создания собственной подсистемы по предложению услуг в области Интернет торговли ценными бумагами.

Однако до настоящего времени серьезных исследований в области создания, развития и контроля Интернет - трейдинга в России не проводилось. В периодических изданиях изредка встречаются материалы на данную тематику, имеющие, как правило, одно направление - возможность инвестирования средств российских инвесторов в американские фондовые ценности.

Настоящая магистерская диссертация своей целью ставит рассмотрение существующих на мировых фондовых рынках тенденций, вызванных распространением Интернет-технологий, зарубежной практики регулирования электронной торговли ценными бумагами, а также анализ возможностей развития Интернет - трейдинга в России: задачи, проблемы и способы их эффективного решения.

Учитывая то обстоятельство, что ФКЦБ России в настоящее время начинает активно развивать тему Интернет - трейдинга в России, могу предположить, что некоторые из изложенных в работе предложений могут быть успешно учтены в деятельности главного регулирующего рынок ценных бумаг федерального органа.

Глава 1. Влияние сети Интернет на рынок ценных бумаг

1.1. Интернет: прошлое и настоящее

Сеть Интернет¹ была создана в середине 60-х г.г. в США как децентрализованная компьютерная сеть министерства обороны США, которая обеспечивала связь с его подразделениями в случае ядерной атаки со стороны СССР. В конце 70-х г.г., после ослабления напряженности в отношениях между СССР и США, наступления некоторой либерализации, а также появления первых "персоналок", к сети стали подключаться университеты и другие неправительственные организации. К концу 80-х г.г. в США уже существовало большое количество локальных компьютерных сетей, соединенных между собой через сеть министерства, что впоследствии получило название "Интернет". Эта сеть позволяла обмениваться электронными сообщениями, как между отдельными компонентами компьютерных сетей, так и осуществлять практически мгновенную рассылку информации большому количеству пользователей.

Среди множества приложений, используемых в Интернет, наибольшее распространение получила "Всемирная Паутина" (World Wide Web или WWW). World Wide Web состоит из множества взаимосвязанных "сайтов" (или Интернет - страниц), т.е. графически представленной информации, контролируемой владельцем сайта. Сайты могут содержать текстовую,

¹ Интернет - от англ. inter (префикс, имеющий значение взаимодействия, взаимонаправленности) и net (сеть), т.е. интернет - взаимосвязь сетей, сеть сетей.

графическую информацию в статическом или динамическом виде, иметь звуковое оформление.

World Wide Web соединяет в себе возможности передачи данных, электронной почты, содержит огромные информационные ресурсы. Другие приложения, используемые в сети Интернет - электронные доски объявлений и листы электронной рассылки также играют важную роль в распространении информации между пользователями Интернета. Электронные доски объявлений позволяют создавать конференции, форумы на различные темы между пользователями сети: отсылать сообщения и комментарии по различным вопросам, отвечать на присланные сообщения и получать ответы на собственные. Листы электронной рассылки позволяют пользователям сети, имеющим одинаковые интересы, обмениваться сообщениями и своими мнениями путем размещения информации на центральном сайте с которого впоследствии производится массовая рассылка всем участникам. Так называемая "push" - технология позволяет осуществлять автоматическую рассылку сообщений заранее известному кругу лиц (пользователям сети) вне зависимости от их желания получать такие сообщения.

Возникновение Интернета привело к изменению модели организации бизнеса практически во всех отраслях экономики. Особенно сильное воздействие распространение Интернет - технологий оказало на рынки капиталов. Интернет создал новые условия ведения бизнеса для брокерских компаний, компаний-эмитентов, инвесторов и других участников рынка

ценных бумаг. Интернет - сайты, электронные доски объявлений, электронная почта и "push" - технология используются для рекламы, предложения и продажи ценных бумаг, инвестиционного консультирования. Интернет позволяет при низких издержках практически мгновенно связываться с большой аудиторией пользователей во всем мире. Он позволяет производить сведение поручений на покупку и продажу ценных бумаг, предоставляет возможность инвесторам осуществлять сделки с ценными бумагами на иностранных рынках не выходя из собственного дома. Интернет также дает инвесторам возможность более быстрого и прямого доступа к такому большому количеству финансовой информации, которое было сложно себе представить всего несколько лет назад.

Первые попытки использования сети Интернет на рынке ценных бумаг были зафиксированы в середине 90-х. В 1995 году небольшая пивоваренная компания "Spring Street Brewing" разместила на своем сайте в сети Интернет информацию, содержащую предложение о покупке своих акций. Позже компания попыталась организовать вторичные торги своими акциями через электронную доску объявлений². Примерно в то же время некоторые мелкие брокерские компании стали предлагать инвесторам новый вид услуг: прием и исполнение биржевых приказов, передаваемых посредством сети Интернет.

Первые компании, предоставляющие финансовые услуги через сеть Интернет появились в середине 90-х г.г. В дальнейшем их число стало резко возрастать. Появилось множество информационных узлов, предлагающие

² Denis T. Rice. The Internet and the cybersecurities marketplace. (www.freeadvice.com)

своим посетителям информацию по различным вопросам инвестирования в ценные бумаги, выросло количество Интернет - брокеров. Резко выросло количество инвесторов, использующих Интернет. Сеть Интернет все в большей и большей степени становится центром торговли ценными бумагами и источником получения разнообразной финансовой информации.

Перемещение торговли ценными бумагами в Интернет принесло множество выгод инвесторам и индустрии ценных бумаг в целом. В то же время, развитие Интернета привело к возникновению дополнительных рисков для инвесторов; многие из устоявшихся регулятивных требований становятся неприменимыми, неспособными обеспечить должный уровень защиты инвесторов, и сдерживают дальнейшее развитие отрасли.

1.2 Основные характеристики Интернет

Основными отличительными чертами Интернет являются:

1. Скорость и широта распространения информации. Интернет предоставляет отличные от традиционных методы коммуникации. Общей характеристикой этих методов является скорость и широта распространения информации среди пользователей. Сеть Интернет доступна практически любому человеку у которого есть персональный компьютер, телефонная линия и модем. В настоящее время Интернет используют порядка 300 миллионов пользователей во всем мире³. Основным механизмом размещения и публикации информации в сети Интернет является, так называемая,

Всемирная Паутина или World Wide Web (WWW). WWW представляет собой огромную сеть сайтов содержащих Интернет-страницы. Интернет- страницы могут содержать разнообразную информацию(в графическом, текстовом и аудио- виде). Информация, размещенная на одном из таких сайтов потенциально является доступной пользователям во всем мире. Интернет содержит большое количество приложений относящихся к сфере финансов. Он позволяет частным лицам и организациям распространять информацию связанную с ценными бумагами среди большого количества пользователей. Интернет также может быть использован для получения инвестиционных рекомендаций, заключения сделок по купле- продаже ценных бумаг

2. Низкий уровень издержек. Публикация информации в сети Интернет отличается чрезвычайно низкими издержками, информация может за считанные секунды достигнуть конечных пользователей. Основная масса расходов при использовании Интернет приходится на оплату телекоммуникационных услуг Интернет-провайдеру. Не требуется практически никакого специального оборудования кроме стандартного персонального компьютера и пакета прикладных программ.

Интернет предоставляет эмитентам ценных бумаг и финансовым посредникам идеальную среду для доступа к клиентской базе во всем мире и быстро, с низкими затратами предоставлять большой объем информации. Этот низкий уровень издержек обуславливает большой объем информации,

³ текущая статистика использования Интернет доступна на сайте http://www.nua.ie/surveys/how_many_online/index.htm

который могут получить инвесторы, используя Интернет. В то же время низкий уровень издержек и доступ к широкой аудитории делает Интернет привлекательным инструментом для лиц, использующих вводящие в заблуждение, манипулятивные и мошеннические схемы.

3. Интерактивность. Интернет предоставляет пользователю возможность интерактивного взаимодействия. Интернет соединяет в себе визуальную, аудио и текстовую информацию. Свойство интерактивности позволяет инвесторам совершать операции немедленно, что может негативно сказываться на поведении рынков с непрозрачным ценообразованием.

4. Использование гиперссылок. Интернет позволяет устанавливать связи между различными сайтами в сети. Эти связи, известные как гиперссылки, позволяют взаимно увязывать информацию находящуюся на различных сайтах. Гиперссылки позволяют пользователям более быстро и просто просматривать интересующую их информацию. Однако при использовании гиперссылок часто допускается практика вводящие пользователей в заблуждение. Например, достаточно часто интернет-сайтами, предлагающими инвесторам незарегистрированные ценные бумаги, используется практика размещения на своих страницах ссылок на регулирующие органы, что создает видимость законности проводимой ими деятельности.

5. Децентрализация пользователей. Интернет является открытой компьютерной сетью и не контролируется из какого-то единого места. Это в высшей степени децентрализованная сеть, состоящая из сотен тысяч более

мелких сетей. Из-за сложности поддержания достаточной операционной способности и уровня связи во всех частях глобальной компьютерной сети, существует риск разрывов и сбоев при соединении с некоторыми интернет-сайтами. Например некоторые интернет-провайдеры могут не иметь достаточных мощностей или телефонных линий для обеспечения доступа большому количеству пользователей. Это может привести к тому, что инвесторы будут не в состоянии своевременно провести те или иные финансовые операции. Безопасность, соблюдение конфиденциальности передаваемой информации также имеют чрезвычайно большое значение для инвесторов и индустрии ценных бумаг. Открытый характер сети Интернет несет в себе потенциальную опасность взлома и перехвата сообщений и подвергает инвесторов риску непредвиденных финансовых потерь.

б. Анонимность. Анонимность является одной из наиболее привлекательных особенностей сети Интернет, она позволяет пользователям совершать сделки конфиденциально. В то же время, эта особенность может использоваться в незаконных целях. Например, хакеры могут использовать это свойство для фальсификации электронных сообщений. Кроме того, электронные сети позволяют осуществлять анонимные переводы денежных средств, что затрудняет как контроль за личностью инвестора, так и за его месторасположением. Анонимность интернета влечет за собой проблему идентификации пользователя (т.е. определение того действительно ли лицо, совершающее операции имеет право на их совершение). Таким образом, для обеспечения целостности и конфиденциальности передаваемых через интернет сообщений необходимо использование электронной подписи.

7. Гибкость. Интернет предоставляет гибкость в управлении информацией, размещенной на сайте. Это качество особенно ценно для участников рынка ценных бумаг, так как в отличие от телевизионных и газетных рекламных объявлений, позволяет им быстро и с минимальными затратами (в пределах нескольких минут) обновлять информацию для клиентов пользователей. В то же время, наряду с сокращением затрат участников рынка, быстрое изменение информации, содержащейся на сайте, вызывает дополнительные регулятивные проблемы. В частности, регуляторам достаточно сложно бывает доказать факты размещения на сайтах ложной и вводящей в заблуждение информации.

1.3. Тенденции в развитии рынков ценных бумаг в связи с использованием Интернет - технологий.

1.3.1 Демократизация рынков ценных бумаг

С появлением Интернет- технологий наступила "золотая эра" для частных инвесторов. Доступность компьютерной техники и дешевизна использования открыли широким массам инвесторов дорогу на фондовый рынок. С момента начала активного распространения Интернет-технологий на фондовом рынке значительно выросло количество частных инвесторов. Дело в том, что в развитии и использовании Интернет на рынке ценных бумаг заинтересованы прежде всего частные инвесторы поскольку именно для них размер комиссионных играет наибольшую роль. Институциональные инвесторы в меньшей степени заинтересованы в развитии торговли ценными бумагами через Интернет. Что касается профессиональных участников рынка,

то интернет- торговля подрывает устоявшиеся основы их бизнеса, ведет к снижению их роли на рынке ценных бумаг, сокращает возможность получения дополнительных доходов за счет ценового спреда. Рост количества частных лиц на рынке можно продемонстрировать на примере увеличения числа счетов с возможностью доступа через Интернет и объема сделок с ценными бумагами, заключенными через сеть Интернет.

По оценкам инвестиционного банка U.S. Bancorp Piper Jaffray, к концу второго квартала 1999 года в США насчитывалось около 9,7 миллионов счетов на брокерское обслуживание, позволяющих совершать сделки через Интернет (для сравнения в 1997 таких счетов насчитывалось примерно 3,7 миллиона, в 1998 - 7,3 миллиона). Учитывая возможность открытия одним инвестором нескольких счетов, Piper Jaffray оценивает количество "онлайновых" инвесторов в 5,8 миллионов человек⁴. По оценкам компании Jupiter Communications, в 1998 году на брокерских счетах с возможностью доступа через Интернет, находились средства на сумму около 415 миллиардов долларов.

Торговля акциями с использованием Интернет также резко выросла за последние годы. По данным Piper Jaffray во втором квартале 1999 года среднее количество сделок с ценными бумагами, совершаемых через сеть Интернет составляло в среднем 547 500 сделок (Рис.1).

⁴ U.S. Bancorp Piper Jaffray, *On-line Financial Services Update* (Sept. 1999), www.pipperjaffrey.com, www.pjc.com

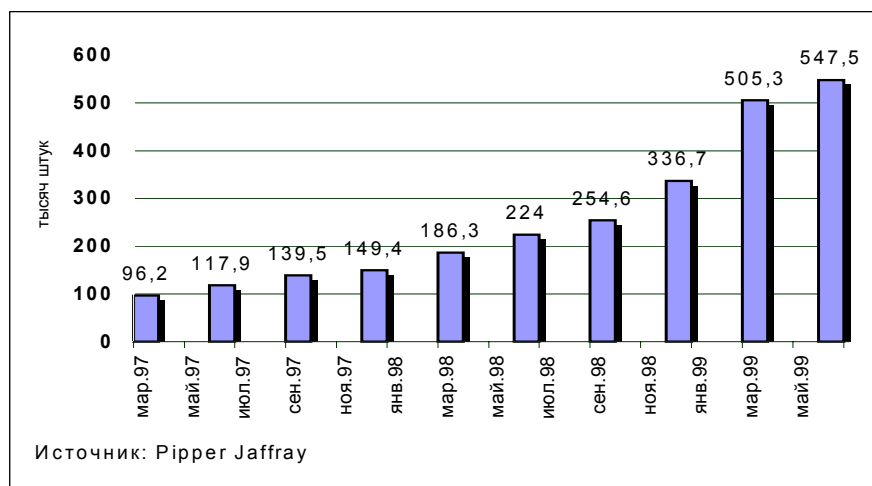


Рис. 1. Среднедневное количество сделок с ценными бумагами, совершаемых через сеть Интернет в США

Согласно данным инвестиционного банка Credit Suisse First Boston, в первой половине 1999 года практически каждая шестая сделка с ценными бумагами (или 15,91% от общего количества) совершалась с использованием Интернет.⁵(Рис.2). По оценкам Piper Jaffray, через брокерские компании, предлагающие услуги Интернет - торговли акциями к концу 1998 года совершалось 37% всех розничных сделок с ценными бумагами.⁶

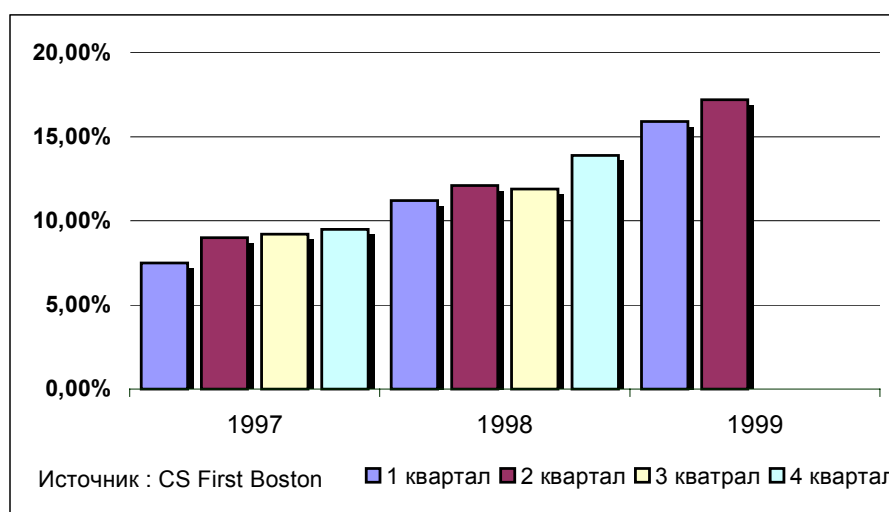


Рис.2 Удельный вес сделок с ценными бумагами, совершенных через Интернет в общем количестве сделок

⁵ CS First Boston, Online Trading Quarterly: 1-Quarter ,1999, www.csfb.com

⁶ U.S. Bancorp Piper Jaffray, *On-line Financial Services Update* (Mar. 1999), www.pjc.com

Многие аналитики предсказывают продолжение роста как количества брокерских счетов с доступом через сеть Интернет, так и роста суммы активов, находящихся на этих счетах. По оценкам рейтинговой компании Forrester Research, к концу 2003 года более чем 9,7 миллионов домохозяйств в США будут управлять активами, превышающими 3 триллиона долларов через более чем 20,4 миллиона онлайн-счетов. Согласно опросу, проведенному Securities Investor Assosiation в начале 1999 года, около 28% процентов респондентов заявили о намерении начать использовать Интернет для инвестирования.

1.3.2 Снижение размера комиссионных, взимаемых брокерскими компаниями. Возможность торговли ценными бумагами через Интернет привела к существенному сокращению издержек брокерских компаний на проведение операций, что наряду с усилением конкуренции между самими брокерами привело к резкому уровню комиссионных, взимаемых брокером. За период с 1997 по первую половину 1999 года размер комиссии крупнейших Интернет-брокеров снизился практически на 70 % (с 52.89 до 15.75 долларов за сделку). Ниже приведена динамика изменения среднего уровня комиссионных в 10 крупнейших брокерских компаниях за 1996 - первую половину 1999 года (Рис.3).

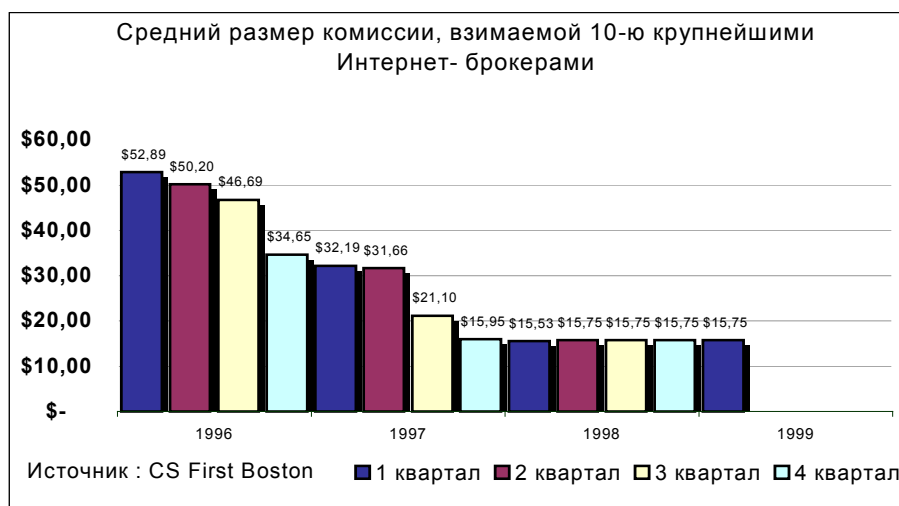


Рис.3 Средний размер комиссии, взимаемой 10-ю крупнейшими Интернет - брокерами США

1.3.3 Утрата доли рынка многими традиционными участниками и размывание границ между различными типами финансовых посредников. С расширением использования Интернет-технологий многие традиционные участники рынка ценных бумаг стали терять принадлежащую им долю операций на рынке ценных бумаг. Действительно, существенную долю объема торговли ценными бумагами через Интернет занимают молодые компании, история деятельности которых составляет немногим более пяти лет. Только на долю двух крупнейших из них - E*Trade, Datek приходится более 29% всего рынка.(Рис.4).

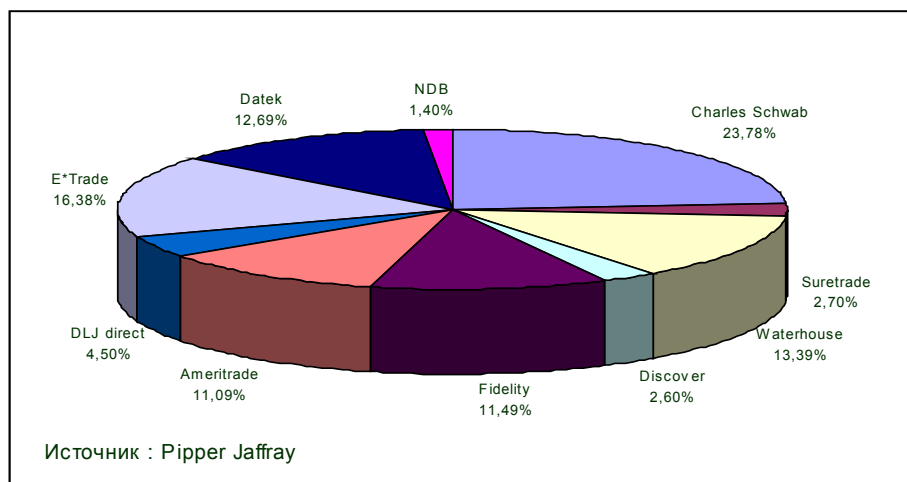


Рис.4 Распределение доли рынка брокерских услуг, предоставляемых через Интернет

Кроме этого, происходит размывание границ между различными моделями организации деятельности брокерских компаний. Рынок ценных бумаг в настоящее время стоит перед рядом вопросов: "Что представляет собой новая модель организации брокерского бизнеса?", "Является ли использование Интернет естественным развитием дисконтного брокерского бизнеса (discount brokerage), обыкновенной сменой системы взаимодействия брокера и клиента?", "Необходим ли такой переход только для дисконтных брокеров или обслуживание клиентов через Интернет станет обязательным условием для всей брокерской индустрии?", "Приведет ли развитие технологий к размыванию границ в системе организации деятельности между брокерскими компаниями, представляющими полный спектр услуг (full- service brokerage) и дисконтными брокерскими компаниями (discount brokerage)⁷".

⁷ Традиционно, термин "дисконтный брокер" (discount broker) использовался для того, чтобы отличить брокерские компании, предоставляющие своим клиентам только возможность

Дисконтные брокерские компании были пионерами предоставления клиентам услуг доступа к брокерскому счету через Интернет. С самого начала для дисконтных брокеров не существовало проблемы необходимости переосмысления модели организации бизнеса. Технология брокерского обслуживания клиентов и объем предоставляемых услуг в дисконтных брокерских компаниях во многом схожи с моделью организации обслуживания клиентов у Интернет - брокеров. Поэтому именно этот тип брокерских компаний наиболее легко и органично интегрировался в Интернет. Об этом свидетельствует тот факт, что в числе лидеров Интернет - брокеров, находятся крупнейшие дисконтные брокеры: Charles Schwab, Fidelity и Waterhouse. Однако, технология обслуживания клиентов дисконтных брокеров первоначально не была рассчитана на обработку большого потока приказов клиентов: 24 часа в день, 7 дней в неделю. При традиционной системе организации дисконтных брокерских услуг, поручения клиентов вводились в торговые системы "в ручную" после получения брокером инструкций от клиента. При торговле через Интернет, инвесторы размещают свои приказы в торговую систему брокера напрямую, без участия служащих брокерской компании.

отдавать поручения на совершение сделок с ценными бумагами со своего счета, от компаний, которые помимо исполнения поручений осуществляет инвестиционное консультирование клиентов (full-service broker). Использование понятия дисконт (скидка) связано с тем, что дисконтный брокер запрашивает с клиента комиссию, меньшую, чем та, которую запрашивает за свои услуги обычный брокер (full-service broker). В последнее время различия между этими понятиями несколько сглаживаются: все больше дисконтных брокеров, помимо исполнения биржевых приказов, предоставляют своим клиентам дополнительные услуги; в то же время, некоторые из full-service брокеров предоставляют своим клиентам обслуживание по сниженным ставкам комиссии.

Увеличение доступности финансовой информации и низкий уровень комиссионных в дисконтных брокерских компаниях приводит к постепенному оттоку клиентов и финансовых ресурсов из full-service брокерских компаний к дисконтным и Интернет-брокерам. Наростание той тенденции вынуждает full-service брокеров переосмысливать модели ценообразования на свои услуги. Эти модели традиционно связывали вместе стоимость услуг по исполнению поручений клиентов и услуг по инвестиционному консультированию в одну операционную плату. Многие из full-service брокеров в настоящее время осуществляют переход от модели образования цен на услуги, основанной на получении комиссионных, на модель, основанную на плате за управление активами клиентов. Многие из full-service брокеров начинают предоставлять клиентам услуги доступа к брокерским счетам через Интернет⁸. В то же время, full-service брокеры испытывают определенный системный конфликт между своими традиционными методами предоставления услуг и предоставлением услуг через Интернет. В традиционной модели взаимодействия клиент поддерживал тесный контакт со своим торговым представителем(Sales) в full-service брокерской компании. В случае, если торговый представитель решал сменить место работы и уходил из брокерской компании, он, как правило, уводил с собой всех своих клиентов в другую компанию. При Интернет - модели организации бизнеса клиент имеет более тесные связи с самой

⁸ Одна из крупнейших брокерских компаний - Merrill Lynch, традиционно предлагавшая своим клиентам full-service обслуживание объявила о своем выходе в Интернет, размер комиссионных за сделки с пакетом акций в 10 000 шт. при заключении ее через Интернет составит 29.95 долл. против 250 долл. при full-service обслуживании. Более подробно см. Will the Web Eat Wall Street - Internet-based investment banks and electronic trading networks are threatening to chip away at the Street's most gilded franchises, Fortune, August 2, 1999, www.institnet.com

брокерской компанией, но не со своим торговым представителем. Таким образом, установление контакта со своими клиентами через Интернет позволяет full-service брокерским компаниям остановить процесс утечки активов и клиентов в другие компании в связи с уходом sales. Этот процесс вероятно не повлечет за собой полное исчезновение торговых представителей как таковых, но приведет к уменьшению их роли в брокерских компаниях. Приверженность клиентов тому или иному брокеру в дальнейшем наверное не будет зависеть от взаимоотношения с sales. Тут будут играть роль другие факторы: размер взимаемой комиссии, качество предоставляемых услуг, удобство и скорость работы интернет-сайта компании, возможность использования технического, фундаментального анализа. Кроме этого инвесторы скорее всего будут тяготеть к тем компаниям, которые будут предлагать возможности совершения операций как в режиме "он-лайн", так и возможность получения инвестиционной консультации. Есть еще один положительный момент перехода full-service брокеров на обслуживание клиентов через Интернет. Дело в том, что Sales тратят значительное количество на поиск и предоставление информации о рыночных котировках, на сообщение информации состоянии клиентского счета. С помощью Интернет клиенты смогут получать эту информацию самостоятельно в более сжатые сроки; таким образом у торговых представителей увеличится количество времени на инвестиционное консультирование, соответственно расширится число клиентов, которое может обслужить один торговый представитель. В этом случае для обслуживания клиентов потребуется гораздо меньше sales, т.е. снизятся издержки брокерских компаний.

1.3.4 Ориентация брокерских компаний на оказание услуг по инвестиционному консультированию и предоставлению рекомендаций по управлению активами через Интернет. Большое число брокерских компаний начинает предоставлять услуги по "персонализации" своих Вэб - сайтов в соответствии с потребностями каждого клиента. Используя индивидуальный подход, брокеры имеют возможность снизить уровень своих административных расходов, повысить уровень доходов⁹.

Существует два основных способа "персонализации":

- "push" - технологии, которые предполагают изучение предпочтений клиента, создание его "образа" на основе постоянного мониторинга его операций по счету, запрашиваемой новостной информации и котировок;
- "pull" - технологии, которые предполагают то, что клиент предварительно задает свои информационные предпочтения, и брокер отображает на странице клиента только ту информацию, которая удовлетворяет заданным клиентом параметрам.

"Pull"- и "Push" - технологии дают Интернет - брокерам возможность проводить сегментацию своих клиентов в зависимости от размеров брокерского счета и применяемых инвестиционных стратегий. Например, клиентам, часто совершающим сделки, могут предоставляться

⁹ Согласно отчету Credit Suisse First Boston, сайты Интернет - брокеров, предлагающих возможность "персонализации" клиентской страницы на своем вэб- сервере (т.е. возможность автоматически осуществлять выборку новостей по заранее заданным клиентом темам, акциям и т.д.), показывают более высокий уровень торговой активности, что приводит к более высокому уровню доходов таких брокерских компаний. CSFB, Online Trading Quarterly: 1-Quarter, 1999 (www.csfb.com)

дополнительные программы (т.н. торговые экраны), облегчающие мониторинг рынков¹⁰. Некоторые из компаний также используют сегментацию клиентов для дифференциации уровня взимаемой комиссии.

Знание инвестиционных предпочтений клиента и возможность в некоторой степени предсказывать его действия, дает брокерской компании возможность автоматизировать процесс инвестиционного консультирования клиента и предоставлять ему персональные инвестиционные рекомендации. Например, определив то, что инвестор неоднократно покупал акции крупных компаний, как только их стоимость снижалась, рассылать ему сообщения о случаях снижения стоимости "blue chips"; предлагать клиенту свои варианты диверсификации инвестиционного портфеля, и т.д.³.

Вероятнее всего, в будущем "персонализация" и предоставление индивидуального информационного сервиса для каждого клиента, станет одним из основных инструментов в конкурентной борьбе между брокерскими компаниями. Способность брокерских компаний предоставлять в автоматическом режиме качественные услуги по инвестиционному консультированию постоянно возрастающему числу инвесторов, будет играть решающую роль в конкурентной борьбе между инвестиционными банками.

¹⁰ Например, инвестиционный банк Charles Schwab предлагает активным клиентам собственную специальную программную разработку *Schwab Desktop System for Frequent Traders*, позволяющую практически напрямую отслеживать движение рынков.

³ В то же время, большая концентрация клиентов, дает брокерским компаниям потенциальную возможность для использования нечестных торговых практик и манипулирования ценами.

1.3.5 Устранение физических барьеров для торговли. Электронные технологии торговли также устраняют физические барьеры для торговли ценными бумагами такие как географическое расположение и количество участников рынка ценных бумаг. В любой точке земли пользователь имеет доступ к одинаковому объему информационных ресурсов.

1.3.6 Дисинтермедиация рынков. Предоставляя возможность покупателям и продавцам на рынке ценных бумаг встречаться без участия посредников, электронные технологии торговли имеют большой потенциал для дисинтермедиации рынков ценных бумаг. Ярким примером этого процесса может служить широкое распространение альтернативных торговых систем или ECNs. Объем торгов в которых занимает около 30% объема торгов в системе NASDAQ. Дальнейшее распространение таких систем может привести к тому, что дилеры и маркет-мейкеры останутся только на рынках низколиквидных ценных бумаг, а на высоколиквидных рынках будут доминировать только электронные торговые системы.

1.4 Новые явления, возникшие на рынке ценных бумаг в связи с развитием Интернет - технологий.

1.4.1 Альтернативные торговые системы

До 70-х г.г. в США фирмы с местом на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) были обязаны торговать всеми акциями, включенными в листинг NYSE, исключительно на этой бирже, а за проведение операций взимались фиксированные комиссионные. Для институциональных инвесторов это было невыгодно. В частности, существование фиксированной минимальной ставки

комиссионных создавало серьезную проблему, так как размер комиссионных часто превышал предельные затраты на проведение крупномасштабной торговой операции. Логическим разрешением такой ситуации стало возникновение, так называемого "четвертого рынка ценных бумаг", на котором институциональные инвесторы напрямую заключали сделки на покупку и продажу ценных бумаг, как включенных в листинг на NYSE, так и нет - минуя брокеров и биржи. Для организации совершения такого рода операций были созданы электронные компьютерные сети (Electronic Communications Networks или ECNs⁴).

Исторически первой системой, предлагавшей своим членам торговлю ценными бумагами через электронные компьютерные сети, стала система Instinet. Instinet возникла в 1968 году и представляла собой закрытую корпоративную компьютерную сеть. Первоначально Instinet была рассчитана на крупных институциональных инвесторов (розничные клиенты не имели возможности доступа к торгам в силу ориентации на торговлю крупными пакетами акций и чрезвычайно высокую для розничного инвестора стоимость

⁴ Для обозначения электронных систем торговли ценными бумагами используют несколько терминов. В 80-х годах для их определения использовались термины "электронные коммуникационные сети" (Electronic Communications Networks) и "частные торговые системы" (Proprietary Trading Systems). С массовым появлением торговых систем внутри брокерских домов добавился термин "брокерско - дилерские торговые системы" (Broker-Dealer Trading Systems). Позднее Комиссия по ценным бумагам США объединила все перечисленные выше понятия в одно - "альтернативные торговые системы" (Alternative Trading Systems). Согласно определению, данному Комиссией по ценным бумагам США, к категории альтернативных относят любую торговую систему, которая: 1. создает, обслуживает или обеспечивает функционирование торговой площадки или иных средств, обеспечивающих сведение покупателей и продавцов ценных бумаг или выполняет функции присущие фондовой бирже; 2. не устанавливает никаких правил поведения участников торговли кроме правил, регламентирующих их деятельность исключительно как участников торгов в данной торговой системе (т.е. регулируется деятельность участников касающаяся только организации торгов внутри торговой системы и не выходящая за рамки самой торговой системы).

необходимого оборудования). Организацию торгов в рамках системы Instinet можно изобразить следующим образом: пользователь системы направляет лимитный приказ в файл, выполняющий роль книги лимитных приказов, где он становится доступным другим пользователям системы. Приказы, отображаемые в торговой системе, являются анонимными, т.е. пользователи системы не могут видеть, кто именно отдавал тот или иной приказ. В случае если другой пользователь системы желает заключить сделку по какому-либо из приказов, отображенных в торговой системе, ему достаточно ввести в торговую систему противоположный по направлению приказ со сходными ценовыми параметрами. В случае появления в книге лимитных приказов двух встречных поручений, система автоматически осуществляет их сведение (мэтчинг⁵) и расчеты по сделке.

Альтернативные системы торговли ценными бумагами обладают рядом *преимуществ* по сравнению с традиционными методами торговли ценными бумагами. Первым и, может быть, главным из них, является анонимность совершения сделок. Ни личность, ни намерения инвестора никому не известны, что позволяет обезопасить их от каких-либо направленных против них действий со стороны других инвесторов или дилеров. Вторым преимуществом является возможность выставить на торги целые портфели ценных бумаг, а не торговать ими по частям. Немаловажным является и то, что при такого рода операциях отсутствует посредник, в результате чего

⁵ Термин "мэтчинг" (matching) в определении Комиссии по ценным бумагам США означает "сравнение данных относительно условий расчетов по сделкам с ценными бумагами", подробнее см. Confirmation and Affirmation of Securities Trades; Matching, SEC Release No. 34-39829, File No.S7-10-98, www.sec.gov/rules/concept/34-39829.htm

существенно сокращаются расходы инвесторов на совершение операций. Комиссионные торговых систем составляют от 0,0015 до 2 центов за акцию (в то время как брокерские компании взимают с институциональных инвесторов от 6 до 25 центов⁶). Кроме этого сделки, как правило, заключаются по преобладающим рыночным курсам, что позволяет инвесторам избежать издержек, связанных со спрэдом между курсами покупки и продажи ценных бумаг у маркет-мейкеров, а также влияния размера заявки на цену.

Нетрадиционные системы торговли ценными бумагами имеют и несколько серьезных *недостатков*. Одной из основных проблем альтернативных торговых систем является то, что они не обеспечивают ликвидности многих акций. Иногда инвесторы не могут заключить сделки по некоторым акциям даже спустя несколько дней после того, как они направили свои поручения. Эта проблема особенно актуальна в отношении акций внебиржевого рынка с низким уровнем капитализации. Кроме того, подобные системы требуют от пользователей определенного уровня технических знаний и навыков.

Развитие технологий привело к значительному удешевлению компьютерной техники. В конце 80-х годов некоторые брокерские компании стали предлагать своим клиентам возможность передачи в брокерскую компанию поручений на покупку или продажу ценных бумаг через сеть Интернет, а также возможность заключения сделок с ценными бумагами не на традиционных рынках, а внутри брокерской компании: или с другим клиентом

⁶ Carol Vinzant. Do We Need A Stock Exchange. Fortune, November 22, 1999

(при совпадении параметров приказов) или с самой брокерской компанией. Такие торговые системы получили название брокерско - дилерских торговых систем. Эти системы стали более гибкими по сравнению с первыми торговыми системами: помимо заключения сделок внутри торговой системы в некоторых системах была предусмотрена возможность удовлетворения заявок на покупку или продажу ценных бумаг на традиционных фондовых рынках, т.е. устанавливался прямой канал связи с одной из фондовых бирж или системой NASDAQ, куда отправлялось поручение клиента в случае отсутствия противоположной заявки в торговой системе брокера-дилера.

Существует множество вариантов организации альтернативных торговых систем, некоторые из которых приведены ниже⁷:

- ♦ Электронная система торгов, которая поддерживает двусторонний непрерывный аукцион. Торги ведутся электронной системой выступающей в качестве специалиста. Посредством использования электронной коммуникационной системы биржевые приказы от фирм - участников торгов направляются в торговую систему; отчеты об исполнении сделок также посредством электронной системы направляются участникам торгов. Цены на ценные бумаги устанавливаются путем соотношением цен покупки и цен продажи ценных бумаг участниками торгов.

⁷ Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, US Securities and Exchange Commission, Release No34-40760;FileNo.S7-12-98 (www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt)

- ♦ Система, позволяющая участникам торгов вводить, изменять или отменять лимитные приказы в книге лимитных приказов до заранее установленного момента проведения торгов. Цены покупки и продажи ценных бумаг, а также объемы ценных бумаг, которые участники торгов желают приобрести или продать по каждому из представленных в книге ценовых уровней отражаются в книге лимитных приказов, которая доступна всем участникам торгов. Торги организованы по типу онкольного аукциона: в установленное время система производит оценку объема ценных бумаг на покупку и на продажу и определяет "аукционную" цену, при которой может быть удовлетворен максимальный объем заявок. Приказы участников торгов подавших заявки на покупку ценных бумаг с ценами равными или выше аукционной цены и заявки на продажу с ценами равными или ниже аукционной цены исполняются по аукционной цене. Сведенные (matched) приказы исполняются через брокера-дилера, который управляет данной торговой системой.
- ♦ Система, позволяющая участникам торгов вводить и производить немедленный автоматический мэтчинг противоположных по направлению приказов при совпадении прочих параметров. Невыполненные приказы на покупку и продажу ценных бумаг отражаются в книге лимитных приказов. Неисполненные приказы являются анонимными и участники торгов не обладают информацией о том, кто именно отдал тот или иной приказ. Брокерско-дилерская компания, управляющая системой торговли выступает в качестве одной

из сторон по каждой сделке купли-продажи ценных бумаг между участниками торгов в торговой системе. Таким образом, при заключении сделки между двумя участниками торговой системы сделка распадается на две части: сначала брокер - дилер производит покупку ценных бумаг у первого участника, а затем перепродает эти ценные бумаги участнику, который выступает второй стороной по сделке.

- ◆ Система торгов обслуживающая институциональных инвесторов, торгующих низко ликвидными ценными бумагами. Механизм торговли в такой системе можно описать следующим образом: для того чтобы продать некоторый пакет ценных бумаг продавец отправляет в торговую систему приказ, в котором указывается цена и объем предлагающихся к продаже ценных бумаг. Система принимает приказ продавца и отражает в торговой системе анонимный приказ на продажу с указанными продавцом параметрами. Предполагаемый покупатель может принять это анонимное предложение, выставив противоположный по направлению приказ в торговой системе - в этом случае будет произведен автоматический мэтчинг приказов. Потенциальный покупатель также может обсудить с продавцом детали сделки используя торговую систему как посредника. Когда договоренности относительно сделки достигнуты, торговая система получает от участников сделки необходимую документацию, назначаются дата поставки ценных бумаг и дата расчетов по сделке.

- ♦ Система позволяющая вводить приказы на покупку и продажу ценных бумаг используя компьютер, факс и телефон. Информация о поступивших приказах, спросе и предложении ценных бумаг в системе не распространяется среди участников данной системы торговли. В назначенное время заявки участников удовлетворяются по ценам, установившимся на других рынках (цена закрытия, средневзвешенная цена, средняя цена между ценами спроса и предложения на момент закрытия на основном рынке).
- ♦ Система отражающая анонимные твердые обязательства участников торгов на покупку или продажу ценных бумаг по указанным ценам. Все приказы отдаются служащим торговой системы по телефону, который вручную вводит их в торговую систему, при совпадении параметров приказов происходит их автоматический мэтчинг.
- ♦ Система, позволяющая конкурирующим между собой маркет-мейкерам направлять через электронные сети непрерывный поток котировок ценных бумаг подписчикам системы. Система устанавливает требования и стандарты распространения котировок среди подписчиков и порядок исполнения приказов. Для заключения сделки подписчики вне системы связываются с одним из маркет-мейкеров и заключают сделку, основываясь на котировках, представленных в торговой системе.
- ♦ Система, которой управляет и владеет банк. Такая система позволяет зарегистрированным брокерско - дилерским компаниям размещать приказы на покупку и продажу ценных бумаг, которые

автоматически исполняются если в системе находится противоположный подходящий по параметрам приказ. Участники торгов могут заключать сделки как за свой счет, так и для своих клиентов. Информация о том, кто из участников торгов подает компании приказ, остается недоступной для других пользователей системы.

- ♦ Система, позволяющая клиентам торговой системы вводить приказы на покупку или продажу ценных бумаг, содержащие ряд условий при выполнении которых торговой системе следует заключить сделку для этого участника торгов. Информация о поданных приказах не распространяется среди членов торговой системы. Исполнение заявок происходит на основании математических алгоритмов, разработанных с учетом целей, которые хочет достичь клиент торговой системы.

Расширение числа пользователей сети Интернет и более выгодные условия заключения сделок, чем на традиционных рынках, более длинный торговый день, возможность практически круглосуточного размещения поручений, а также отсутствие контроля за деятельностью, которую осуществляют участники вне рамок торговых систем, привело к значительному росту числа клиентов и объему сделок в альтернативных системах торговли ценными бумагами. В середине 1999 года на долю альтернативных торговых систем приходилось около 30% объема торгов в NASDAQ и свыше 4% на NYSE.

Ниже приведен список крупнейших альтернативных торговых систем США, их владельцев и данные о доле, которую занимают эти торговые системы в объеме торгов NASDAQ:

<i>Альтернативные торговые системы / время торгов</i>	<i>Доля рынка в NASDAQ</i>	<i>Владельцы альтернативных торговых систем</i>
<i>Instinet Corp., Круглосуточно</i>	13,2%	Reuters Group (100%)
<i>Island ECN, Inc., 8:00 - 20:00</i>	11,5%	Datek Online Holdings (85%), TA Associates (7,5%), Euro@Web (7,5%)
<i>REDIBook (TM), 8:00 - 19:00</i>	1,2%	Sear, Leeds & Kellogg (25%), Fidelity Investments (25%), Donaldson Lufkin & Jenrette (25%), Charles Schwab (25%)
<i>Brass Utility (Brut) LLC, 8:00 - 17:15</i>	1,2%	Sungard Data Systems (56%), Knight/Trimark Group (14%), Merrill Lynch (10%), Morgan Stanley Dean Witter (10%), Goldman Sachs Group (10%)
<i>Archipelago, LLC, 9:00 - 18:15</i>	0,9%	CNBC (12,4%), E*Trade (12,4%), Gerald Putnam(12,4%), Goldman Sachs Group (12,4%), Instinet (12,4%), Merrill Lynch(12,4%), JP Morgan (12,4%), Townsend Analytics (12,4%), Southwest Securities(1%)
<i>Bloomberg Tradebook, LLC, 8:00 - 17:15</i>	0,9%	Bloomberg L.P. (100%), Merrill Lynch владеет 20% Bloomberg L.P.
<i>Strike Technologies, LLC 8:00 - 17:15</i>	0,2%	24 владельца, включая Bear Sterns, Herzog Heine Geduld, Salomon Smith Barney, Donaldson Lufkin&Jenrete
<i>Attain ECN, 9:00 - 16:30</i>	0,1%	All -Tech Investment Group (100%)

Источники: NASDAQ, сентябрь 1999; CNNFn (www.cnnfn.com), Bloomberg Professional

Рис.5 Крупнейшие альтернативные торговые системы в США и их владельцы

Рост объемов торгов в торговых системах привел к усилению конкуренции между альтернативными торговыми системами и традиционными

рынками ценных бумаг. Все большая часть рынка ценных бумаг мигрирует в альтернативные торговые системы. Традиционные рынки испытывают все большую конкуренцию и давление со стороны альтернативных торговых систем. В настоящее время наблюдается снижение интереса к традиционной биржевой форме торговли и перемещение участников рынка в альтернативные торговые системы⁸. Можно ожидать и в дальнейшем снижения интереса участников рынка к торговле на традиционных торговых площадках. Этому должен способствовать ряд причин:

во-первых, в конце 1999 года в США было отменено правило NYSE о запрете торговли акциями, включенными в ее листинг в других торговых системах;

во-вторых, крупнейшие альтернативные торговые системы заявили о своем намерении создать общую торговую систему, в которой можно было бы совершать сделки после закрытия торгов на основных рынках (after hours trading). Создание такой системы практически устранил один из основных недостатков присущих альтернативным торговым системам - недостаточную ликвидность. Общая торговая система будет основана на централизованной обработке приказов клиентов всех входящих в нее систем. Каждая торговая система будет направлять поступающие приказы в централизованную книгу лимитных приказов, где они будут доступны для клиентов всех торговых систем, объединенных в сеть.

⁸ Как показатель того, что биржевая торговля ценными бумагами в своей традиционной форме постепенно умирает, можно привести пример NYSE. Согласно данным за 4 квартал

В то же время, фондовые биржи предпринимают попытки восстановить свои частично утраченные позиции. Новые правила Комиссии по ценным бумагам США, регулирующие деятельность бирж и альтернативных торговых систем, например, разрешают биржам реформироваться в коммерческие организации и создавать на своей базе собственные электронные торговые системы⁹.

1.4.2 Интернет - брокеры

В 1995 году несколько брокерских компаний в США предоставили своим клиентам первые системы, позволяющие передавать приказы на совершение операций через Интернет. К концу 1999 года насчитывалось около 160 компаний, предоставляющих такого рода услуги. Менее чем за пять лет Интернет - брокеры стали одним из наиболее мощных каналов для обслуживания мелких (розничных) инвесторов.

1999 года средняя стоимость торгового места на бирже снизилась на 300 тысяч долларов и составила сумму около 2 млн. долларов США.

⁹ В первых числах 2000 года Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам США объявила о своем намерении изменить концепцию деятельности торговой системы NASDAQ. Изменение концепции функционирования торговой системы связано, прежде всего, с усилением конкуренции со стороны коммерческих альтернативных торговых систем. Первым шагом на пути реформирования станет преобразование NASDAQ в коммерческую организацию, целью которой станет получение прибыли. Как предполагается это даст торговой системе возможность эмитировать акции с целью привлечения средств для развития технологической базы. После проведения реформы NASDAQ станет первым фондовым рынком, которым будут владеть акционеры, а не компании-участники торгов. NASDAQ также планирует изменить свой статус на статус фондовой биржи, что даст ей возможность торговать ценными бумагами входящими в листинг NYSE. Кроме NASDAQ несколько других фондовых бирж в США (включая NYSE) планируют акционироваться и стать коммерческими организациями.(NASD Approves Plan to Change Nasdaq to Company, Jan 4, Bloomberg Professional,(NI ELT)).

По состоянию на “Зима 2000” компания Gomez Advisors - один из ведущих консультантов в области инвестирования в ценные бумаги посредством Интернет, предлагает следующий рейтинг Интернет - брокеров¹⁰:

1.	Charles Schwab
2.	E*Trade
3.	DLJdirect
4.	Fidelity Investments
5.	NDB
6.	A.B. Watley
7.	My Discount Broker
8.	American Express Brokerage
9.	Suretrade
10.	Morgan Stanley Dean Witter Online

В 1997 году были проведены исследования целью которых было составление классификации Интернет-брокеров в зависимости от характера того, как и где они исполняют поручения клиентов. Выводы были сделаны по результатам изучения торговой деятельности сорока интернет-брокеров. Более чем 50% из изученных компаний направляли поручения клиентов для исполнения на бирже. Около 40 % компаний направляли поручения для исполнения маркет-мейкерам. Несколько интернет- брокеров исполняли поручения как на биржах, так и через маркет - мейкеров в зависимости от того какой уровень ликвидности наблюдался на рынке и как быстро заявка могла быть удовлетворена. Несколько интернет- брокеров осуществляли

¹⁰ www.gomez.com/scorecards/index.cfm?topcat_id=3

выполнение поручений как дилеры, т.е. за свой счет. С учетом того, что в последние годы значительно возрос уровень активности альтернативных торговых систем, данную классификацию следует дополнить компаниями, совершающими через альтернативные торговые системы.

Организация торговли ценными бумагами через Интернет - брокера

Большинство брокерских компаний, предоставляющие услуги торговли ценными бумагами через Интернет используют трехступенчатую систему обработки приказов клиентов и совершения сделок. На рисунке 5 рассмотрен процесс заключения сделок в брокерской компании, предоставляющей услуги по размещению приказов клиентов на покупку и продажу ценных бумаг через сеть Интернет.

Первый уровень системы обработки поручений клиентов в брокерских компаниях дает возможность инвесторам разместить заказы на покупку и продажу ценных бумаг непосредственно во внутренней торговой системе брокерской компании. Вообще, внешний интерфейс представляет систему компьютерных серверов (webservers), которые управляются прикладным программным обеспечением, разработанным для того, чтобы управлять индивидуальными сеансами связи каждого клиента с брокерской компанией.

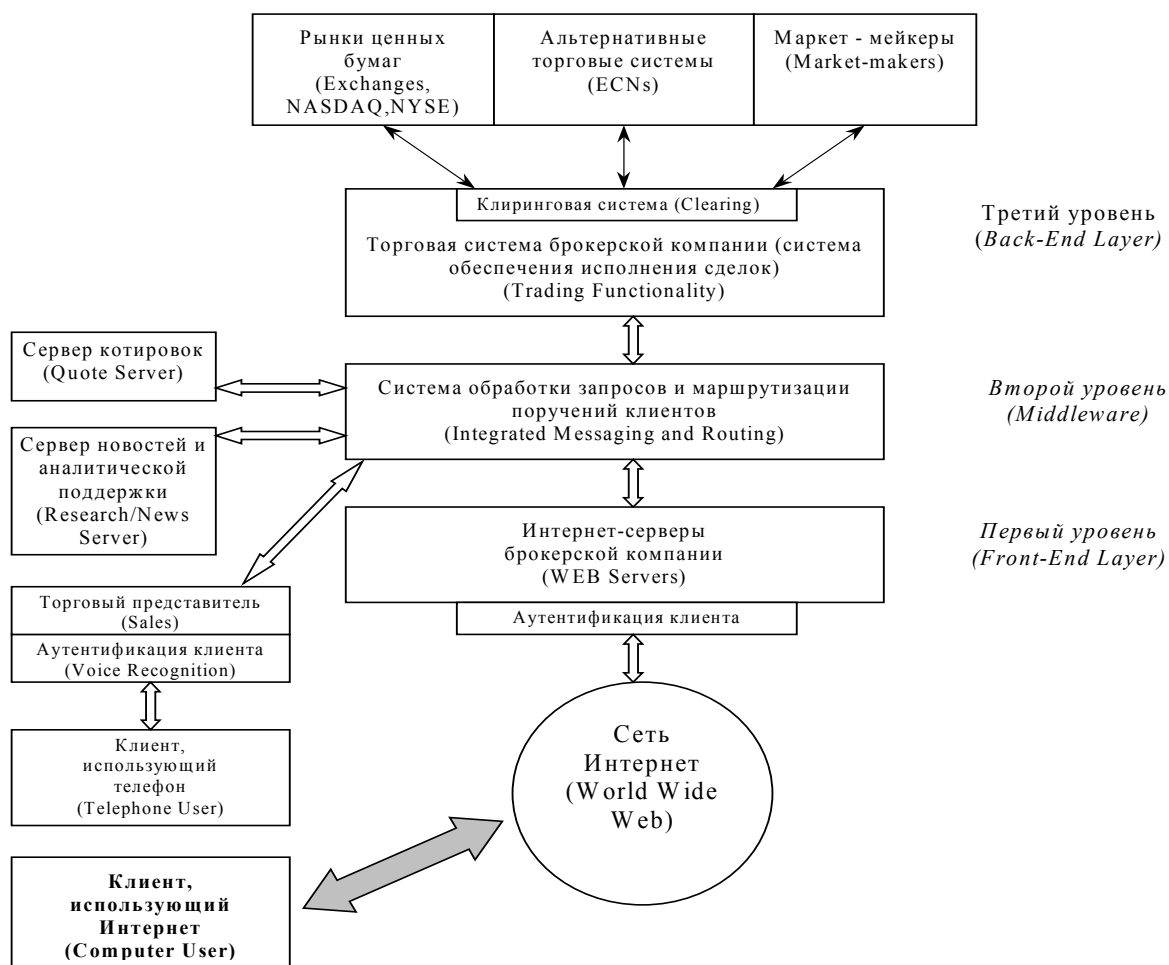


Рис.6. Процесс заключения сделок с ценными бумагами через Интернет -брокера

После входа в Internet через Internet-провайдера клиент должен соединиться с сайтом брокера в сети Интернет. Сайт Интернет - брокера как правило состоит из двух частей: части, доступной для всех посетителей и так называемой "клиентской" зоны. В "свободной для доступа" зоне брокерская компания может предоставлять различного рода исследования о рынке ценных бумаг, котировки ценных бумаг "с задержкой", информацию для потенциальных клиентов и т.д.

Торговля ценными бумагами и отдача приказов на совершение сделок возможна только через "клиентскую" часть сервера брокерской компании.

Таким образом, для того чтобы получить возможность совершать операции через Интернет - брокера, инвестор должен предварительно открыть в компании счет, внести некоторую сумму денег и получить уникальный пароль для доступа к своему брокерскому счету через сеть Интернет. При попытке входа в "клиентскую" часть сервера Интернет - брокера у клиента запрашивается пароль доступа к счету и после аутентификации которого клиенту дается право совершать операции со своим счетом.

Вторая ступень торговой системы (или "middleware"), обеспечивает обработку запросов клиентов и передачу приказов клиентов компании на покупку или продажу ценных бумаг в торговую систему компании: middleware занимается тем, что определяет тип запроса, который помещает клиент в системе (запросы об исследованиях рынка ценных бумаг, текущих котировках ценных бумаг и т.д.) и направляет их в ту часть системы, которая отвечает за предоставление необходимой клиенту информации. Например, если пользователь запрашивает текущие котировки ценных бумаг, middleware посылает сообщение серверу на который поступают котировки с торгов, который находит необходимую информацию и отправляет ее клиенту. Точно так же, при размещении клиентом приказа на покупку или продажу ценных бумаг, middleware направляет приказ в торговую систему компании и систему отвечающую за учет совершаемых сделок по счету клиента.

Функция непосредственного совершения сделок на рынке ценных бумаг лежит на торговой системе компании. Как только клиент вводит в систему поручение на совершение сделки, оно обрабатывается и направляется в

торговую систему. После получения поручения от клиента торговая система направляет ему запрос на подтверждение того, что он желает заключить сделку с указанными в поручении параметрами. В целях безопасности вместе с запросом на подтверждение поручения из торговой системы клиенту направляются текущие котировки с ценами тех ценных бумаг, которые клиент хочет купить или продать. После получения подтверждения системой проверяется достаточность средств или ценных бумаг на счете клиента для совершения операции и др.. В случае если поручение не проходит установленную процедуру проверки, оно направляется на рассмотрение служащему брокерской компании, который принимает окончательное решение о выведении поручения клиента на рынок или отказе исполнения поручения. После проведения проверки поручение направляется на рынок для исполнения. Поручение может быть направлено на один из организованных рынков ценных бумаг. То, на какой из рынков будет направлен приказ клиента, зависит от того, с какими из существующих торговых площадок у брокера установлены взаимоотношения и от того как запрограммирована торговая система брокера. Приказ может быть направлен на электронный внебиржевой рынок - в NASDAQ, одному из маркет-мейкеров или прямо на фондовую биржу. Также поручение может быть направлено в электронные коммуникационные сети ECNs (Island, Brut и др.). Наиболее часто брокерские компании направляют поручения клиентов для исполнения маркет-мейкерам. Это во многом связано с тем, что в этом случае маркет-мейкеры делятся с брокерами частью своих комиссионных за заключение сделки (так называемая "плата за поток приказов"). Направляя поручение в одну из

альтернативных торговых систем, брокеры теряют часть комиссионных, которые они могли бы получить. Таким образом, существует как бы сговор брокерских компаний и маркет-мейкеров, в результате которого клиентам приходится уплачивать больший размер комиссии за совершение операций. В настоящее время, индивидуальные инвесторы не имеют возможности контролировать то, куда направляются их поручения, но можно ожидать, что эта проблема может встать достаточно остро в ближайшем будущем.

Как только поручение выполняется, маркет-мейкер, фондовая биржа или альтернативная торговая система направляет клиринговому агенту брокерской компании отчет об исполнении сделки. Клиринговая компания направляет уведомление о заключенной сделке в торговую систему брокера, которая производит обновление учетных записей о состоянии торгового счета клиента. Как только информация о состоянии торгового счета обновляется, клиент получает возможность видеть текущее состояние своего счета и отдавать новые поручения. Однако в периоды, когда на рынке наблюдается резкий рост объема торгов и большая ценовая волатильность, на этом этапе могут происходить значительные задержки из-за ограниченных операционных возможностей и наличия "узких мест" в организации торговых систем брокерских компаний. В результате, возникают ситуации, когда поручение клиента уже выполнено, но учетные записи о состоянии торгового счета не изменены, это часто приводит к временному отсутствию возможности клиента совершать операции. Кроме подтверждения факта заключения сделки в электронной форме, клиринговый агент компании по почте направляет

клиенту подтверждение о заключении сделки на бумажном носителе. Клиент в течение трех дней с даты заключения сделки производит расчеты по сделке.

Глава 2. Регулирование торговли ценными бумагами через Интернет

2.1.1 Принципы регулирования рынков ценных бумаг при переходе на Интернет- технологии.

Интернет - технологии оказывает глубокое воздействие на индустрию финансовых услуг. Финансовые посредники все в большей степени используют в своей деятельности Интернет. Действительно, "дематериализованный", "не физический" характер сделок делает Интернет удобной средой для совершения финансовых операций. При относительно низкой цене Интернет предлагает беспрецедентную скорость, легкость, гибкость и интерактивность совершения операций, увеличивая способность компаний, предоставляющих финансовые услуги, предоставлять свои услуги розничным инвесторам.

Использование Интернет дает инвесторам возможность пользоваться финансовыми услугами, как в рамках своей страны, так и в глобальном масштабе. Продвижение персональных компьютеров в дома и офисы приводит к постепенной миграции инвестиционной деятельности в сеть Интернет. Как средство коммуникации, Интернет предоставляет Инвесторам средство доступа к широкому спектру финансовых услуг во всем мире за сравнительно небольшую плату.

В то же время, увеличение использования Интернет - технологий на рынке ценных бумаг бросает своеобразный вызов регуляторам рынков ценных бумаг и саморегулируемым организациям. Электронные средства коммуникации часто просто не могут соответствовать параметрам, требованиям и директивам, первоначально предназначенным для регулирования взаимоотношений брокера и клиента, основанных на использовании телефона и бумажных документов, что часто создает ненужные регулятивные трудности и непреднамеренные регулятивные пробелы в регулировании рынка ценных бумаг. Кроме того, те же качества, которые делают Интернет ценным инструментом для инвесторов и финансовых посредников, являются удобным инструментом для совершения мошенничеств и прочих нарушений законодательства. Интернет также обеспечивает возможность практически мгновенной связи с любой точкой мира, что бросает вызов традиционным понятиям юрисдикции и территориальности.

Проблема регулирования использования Интернет - технологий на рынке ценных бумаг давно волнует регуляторов многих рынков ценных бумаг.

В 1998 году Международной организацией комиссий по ценным бумагам был опубликован отчет о влияние Интернет - технологий на рынков ценных бумаг¹¹, где даются рекомендации относительно основных принципов, которых должны придерживаться комиссии по ценным бумагам, при установлении

¹¹ Impact of the Internet on Securities Regulation, International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 1998, www.iosco.org

регулятивных требований касающихся использования Интернет участниками фондовых рынков.

Следует выделить следующие ключевые принципы регулятивного подхода к Интернет - торговле ценными бумагами, отмеченные Международной организацией комиссий по ценным бумагам:

1. Регулирование рынков ценных бумаг должно, как и прежде служить соблюдению трех фундаментальных целей:

- ♦ защита инвесторов;
- ♦ обеспечение справедливости, эффективности и прозрачности фондовых рынков;
- ♦ сокращение системного риска.

2. Фундаментальные принципы регулирования рынков ценных бумаг не изменяются с изменением средства взаимодействия между участниками рынка.

Хотя Интернет предоставляет новое и альтернативное средство коммуникации для индустрии ценных бумаг, многие из ранее существовавших регулятивных проблем остаются. Следовательно, регулирование рынка ценных бумаг в эпоху массового использования Интернет - технологий должно быть подчинено соблюдению основных фундаментальных принципов регулирования: защиты инвесторов, обеспечения справедливости, эффективности и прозрачности ценообразования на рынках ценных бумаг, и сокращения системного риска.

Существующая регулятивная структура может быть адаптирована к изменившимся условиям при соблюдении перечисленных принципов регулирования рынков. Тем не менее, регуляторы должны пересмотреть некоторые из существующих нормативных актов и правил, несовместимых с оказанием финансовых услуг через Интернет. Они также должны стремиться обеспечить наиболее полный регулятивный охват торговли ценными бумагами через сеть Интернет (то есть, гарантировать отсутствие законодательных или регулятивных пробелов).

3. В соответствии с основными принципами регулирования регуляторы не должны препятствовать использованию Интернет - технологий участниками рынка.

Электронная технология связи Интернет обеспечивает многочисленные потенциальные выгоды как для участников рынков ценных бумаг, так и собственно для рынков. Интернет -технологии позволяет им распространять свою информацию большему количеству людей быстрее и более эффективно, чем через традиционные каналы распространения информации. В то же самое время, электронная технология увеличивает способность инвесторов получать информацию, проводить собственные исследования и делать собственные оценки целесообразности совершения инвестиций предоставляет доступ к широкому спектру финансовых продуктов и услуг. Эти потенциальные выгоды способствуют тому, что фондовые рынки становятся более прозрачными и эффективными. Учитывая эти потенциальные выгоды

регуляторы рынков ценных бумаг не должны препятствовать распространению использования Интернет - технологий.

4. Необходимость четкого определения границ регулятивных полномочий

Несмотря на то, что сфера действия Интернет не признает национальных границ, регуляторы фондовых рынков несут ответственность за соблюдение прав инвесторов в рамках своей юрисдикции. Каждый регулятор должен определить свои регулятивные границы (т.е. правила для определения того, попадает ли деятельность на рынке ценных бумаг, совершаемая с использованием Интернет, в его регулятивное поле).

Необходимо разъяснить позиции и установить стандарты деятельности участников рынка в сети Интернет. Неопределенность и несогласованность не дают возможности для полного раскрытия потенциала использования Интернет на фондовом рынке.

Регуляторы должны предоставить участникам рынка разъяснения относительно применения существующих регулятивных требований в Интернете. Установление норм функционирования Интернет - рынка ценных бумаг даст возможность соединить выгоды от использования новых технологий с законодательными гарантиями защиты прав инвесторов в электронной среде.

Регулирующие отношения между участниками рынков ценных бумаг и их регуляторами в каждой конкретной юрисдикции могут быть действенным инструментом для обеспечения прозрачности рынков ценных бумаг, если

всеми регулирующими органами будут предприниматься все те действия, которые они могут предпринять в рамках своей юрисдикции.

5. Регулирующие органы должны развивать более тесное сотрудничество для обеспечения эффективного контроля над Интернет - рынком ценных бумаг.

Поскольку Интернет - глобальная информационная среда, действия, предпринятые лишь одним из регулирующих органов, могут не иметь никакого эффекта. Следовательно, необходимо усиление сотрудничества между регулирующими органами разных стран будет способствовать повышению эффективности надзора за рынками.

6. Гибкость подхода

При установлении требований регуляторы должны учитывать вероятность дальнейшего развития технологий, т.е. необходимо устанавливать гибкие правила, которые бы потребовали минимальных изменений в будущем.

Ниже приводятся основные рекомендации Международной организации комиссий по ценным бумагам по адаптации национальных регулятивных требований к торговле ценными бумагами через сеть Интернет:

1. Регулирующие органы и саморегулируемые организации должны обеспечивать информирование участников рынка о том какие последствия может повлечь распространение предложений об оказании услуг по совершению операций с ценными бумагами.

Интернет обеспечивает быстрый и практически прямой доступ к большому количеству потенциальных инвесторов. Но многие пользователи могут не понимать то, что распространение информации и общение через Интернет может привести к возникновению юридических и регулятивных обязательств. Размещение в сети таких предложений может повлечь необходимость регистрации и получения соответствующих лицензий, как и при совершении операций традиционными способами.

2. К информации, распространяемой через Интернет должны применяться такие же требования о недопустимости мошенничеств, как и для информации, распространяемой обычным путем.

3. Регуляторы и саморегулируемые организации должны усилить надзор с целью недопущения распространения в сети Интернет рекламы и предложений заключения сделок с ценными бумагами от не зарегистрированных в регулирующих органах компаний, а также мошеннической информации.

4. Регулирующие органы должны разработать руководства для организаций, осуществляющих раскрытие информации через сеть Интернет.

5. Регуляторы должны установить правила, определяющие то, в каких случаях могут применяться электронные средства идентификации, а в каких должна применяться рукописная подпись.

6. Регуляторы должны установить требования, предписывающие электронным системам, предоставляющим услуги по организации торговли

ценными бумагами установить процедуры, гарантирующие достаточную операционную целостность, защиту и надежность их торговых систем, а также иметь квалифицированный персонал для обработки потока данных, поступающего через Интернет.

7. Требования ведения учета операций. Для компаний, предоставляющих финансовые услуги на рынке ценных бумаг через сеть Интернет, должны быть установлены такие же требования по ведению учета и предоставлению отчетности, как и для финансовых посредников использующих традиционные схемы оказания услуг. Основные стандарты и требования, предъявляемые к отчетности организаций, должны соблюдаться независимо от используемой технологии.

Поскольку информация о сделках, совершаемых через сеть Интернет, находятся в электронной форме, технология хранения такой информации должна быть отлична от способов хранения бумажных документов. Некоторые из регулирующих органов в настоящее время разрешают электронное хранение электронных и бумажных документов в электронном виде при условии наличия технологии, обеспечивающей выполнения ряда регулятивных критериев, в частности возможности проверки подлинности таких записей и защиты от их несанкционированного изменения.

2.2. Опыт США по регулированию Интернет - торговли ценными бумагами.

В настоящее время в США еще не разработана комплексная система государственного регулирования торговли ценными бумагами через сеть Интернет. На сегодняшний момент существует только правила, регулирующие

деятельность альтернативных торговых систем. Регулятивных требований к деятельности Интернет- брокерских компаний не разработано. Особенности функционирования этого типа посредников на рынке ценных бумаг находятся еще в стадии изучения и осмысления. Ниже рассмотрим основные требования, выдвигаемые комиссией по ценным бумагам США к альтернативным торговым системам.

Регулирование альтернативных торговых систем

Развитие технологий приводит к исчезновению четкой границы между услугами, предоставляемыми посредниками и торговыми площадками. Брокерские компании начинают выполнять некоторые функции традиционно выполнявшиеся фондовыми биржами, другие организации (например, информационные агентства) начинают предлагать услуги, характерные как для фондовых бирж, так и для брокерских компаний. Примером этого может служить возникновение и рост популярности частных торговых систем, таких как Instinet и Island, которые дают возможность участникам рынка заключать сделки с ценными с помощью электронных средств коммуникации.

Развитие системы регулирования и надзора за частными торговыми системами в США отражает два этапа в эволюции частных торговых систем: этап становления и этап конкуренции с традиционными биржами. На этапе становления к частным торговым системам применялся комплекс требований установленный для обыкновенных брокерских компаний. С усилением позиций частных торговых систем на рынке для них были установлены требования сопоставимые по нагрузке с требованиями, устанавливаемыми для бирж.

Регулирование брокерско- дилерских торговых систем¹²

Брокерско - дилерская торговая система (Broker Dealer Trading System)

представляет собой любую систему, средство или механизм, который полностью или частично обеспечивает автоматизацию:

1. процесса сбора, получения, распространения или отображения состояния книги лимитных приказов;
2. процесса мэтчинга, кроссирования или исполнения приказов на покупку или продажу ценных бумаг, введенных в торговую систему или способствует достижению соглашения относительно базовых условий совершения сделок между участниками торговой системы или между участником и брокерской компанией, осуществляющей управление данной системой.

Первые регулятивные требования для брокерско- дилерских торговых систем были установлены в 1994 году. Для того, чтобы иметь возможность осуществлять деятельность частные торговые системы должны были зарегистрироваться в Комиссии по ценным бумагам получить лицензию на осуществление брокерско- дилерской деятельности. Учитывая закрытость и определенную "эксклюзивность" торговых систем, созданных внутри брокерских компаний брокерско - дилерские торговые системы имеют потенциальную возможность оказывать существенное влияние на

¹² Rule 17a-23, Recordkeeping and Reporting Requirements For Trading Systems Operated by Brokers and Dealers, US Securities and Exchange Commission, Release No. 34-35124, File No. S7-3-94, <http://www.sec.gov/rules/final/17a23.txt>

прозрачность ценообразования на рынках ценных бумаг. Это вызвало необходимость установления дополнительных регулятивных требований.

Правила Комиссии по ценным бумагам США устанавливало следующие требования для торговых систем брокеров - дилеров.

А)Требование ведения записей. Брокерская компания, осуществляющая управление или аффилированная с частной торговой системой, должна вести записи и быть способной предоставить регулирующим органам в любое время следующие данные:

1.Список членов торговой системы (включая информацию об участниках, аффилированных с компанией - спонсором торговой системы);

2. Ежедневную информацию об итогах торгов в торговой системе:

а) перечень ценных бумаг, с которыми были совершены сделки в торговой системе;

б) объем торгов в системе (натуральном и денежном выражении).

3.Количество приказов, поданных клиентами в систему за торговый день. Данное требование предполагает отражение информации о количестве котировок и приказов, размещенных в торговой системе по каждому из видов приказов на совершение сделок (рыночных, лимитных и т.д.), предусмотренных правилами торгов, за каждый торговый день. Целью установления такого требования является определение соотношения потенциального уровня интереса к заключению сделок и фактического объема торгов в торговой системе;

4. Хронологические записи (реестр сделок) по всем сделкам, заключенным в торговой системе включая:

а) дату и время заключения сделки;

б) наименование ценной бумаги;

в) цену покупки или продажи ценных бумаг;

г) объем сделки;

д) информацию о контрагентах;

е) метод исполнения сделки (в случае если торговая система допускает иное место, чем сама торговая система, для исполнения сделок и осуществления расчетов; например, направление приказа в другую торговую систему или исполнение приказа по котировкам брокерской компании, управляющей торговой системой);

Брокерско - дилерская компания, осуществляющая управление торговой системой обязана обеспечивать сохранность перечисленной выше информации (а также информации, распространяемой среди участников торговой системы) в течение трех лет.

Б) Требование предоставления отчетности. Торговые системы обязаны предоставлять отчетность в Комиссию по ценным бумагам и саморегулируемые организации в соответствии с Формой 17а-23. Форма 17а-23 представляет собой квартальный отчет о совершенных в торговой системе операциях. Отчет должен быть заполнен и представлен в Комиссию в течение

30 дней по завершении отчетного квартала. В отчете должно быть дано описание торговой системы, описание процедур обеспечения ее безопасности в случае возникновения непредвиденных ситуаций. Кроме этого должны быть указаны меры предпринимаемые торговой системой по обеспечению сохранности ценных бумаг и денежных средств клиентов торговой системы (в случае если хранение денежных средств и ценных бумаг осуществляет не брокерская компания управляющая торговой системой). Отчет также должен содержать агрегированную информацию об итогах торгов ценными бумагами в торговой системе за отчетный квартал.

2.1.2 Регулирование альтернативных торговых систем.

В последние годы торговля ценными бумагами через альтернативные торговые системы стала чрезвычайно популярной. Это выразилось, как в росте объема совершаемых через них сделок, так и в росте количества альтернативных торговых систем¹³.

Низкий уровень издержек торговых систем, управляемых брокерами-дилерами позволил этим компаниям создать параллельные рынки, которые начали составлять существенную конкуренцию традиционным фондовым рынкам.

Используя альтернативные торговые системы, крупные участники рынка имеют возможность осуществлять сделки с ценными бумагами по ценам,

¹³ Согласно данным опубликованным Комиссией по ценным бумагам США на долю альтернативных торговых систем в настоящее время приходится более 20% объема торгов в NASDAQ и около 4% от объема торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже, Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Securities and Exchange Commission Release No. 34-40760; File No. S7-12-98

лучшим, чем на рынках доступных широким массам инвесторов и в силу этого оказывать влияние на динамику цен на публичных рынках ценных бумаг. На частных, закрытых для широкой публики рынках, какими являются альтернативные торговые системы, практически отсутствует надзор за манипулированием рынком и фактами мошенничества, финансовым состоянием участников торговли, соблюдением принципа честной торговли. Принцип организации торговли в альтернативных торговых системах часто приводит к тому, что они, как правило, не способны адекватно реагировать на резкое увеличение активности рынка и тем самым обеспечивать справедливое ценообразование на ценные бумаги.

Таким образом, установленные ранее регулятивные требования частично перестали выполнять возложенные на них функции. Образовался регулятивный разрыв между требованиями, установленными для фондовых бирж и для альтернативных торговых систем.

Этот регулятивный разрыв не играл бы большой роли, если бы доля торговли ценными бумагами через альтернативные торговые системы оставалась незначительной. Однако в условиях усилившегося влияния альтернативных торговых систем, существование такой регулятивной диспропорции не позволяет обеспечить равный доступ для всех инвесторов к лучшим ценовым предложениям ценных бумаг, обеспечить адекватный уровень надзора за торговой деятельностью участников системы, и создает потенциальную опасность для нарушения прав инвесторов.

Постепенная трансформация модели организации фондового рынка вызвала необходимость пересмотра подхода к регулированию рынков.

Комиссией по ценным бумагам США были разработаны и утверждены новые регулятивные требования для альтернативных торговых систем и фондовых бирж, которые предполагали решение возникших проблем через:

1. усиление надзора над альтернативными торговыми системами путем увеличения регулятивной нагрузки для альтернативных торговых систем, зарегистрированных в качестве брокеров - дилеров;
2. интеграцию альтернативных торговых систем в систему регулирования фондовых бирж.

Основной отличительной чертой новых правил, устанавливающих требования к альтернативным торговым системам, стало расширение значения термина "фондовая биржа".¹⁴ Согласно новым правилам

¹⁴ До недавнего времени законодательство США по ценным бумагам устанавливало четкую границу между понятиями "фондовая биржа" и "брокерско - дилерская компания". Развитие технологии привело к исчезновению четкой границы между этими двумя понятиями. Альтернативные торговые системы, имеющие статус брокера-дилера используются участниками рынка ценных бумаг в качестве полноценных торговых площадок.

В классическом определении, которое применялось на американском фондовом рынке с 1934 года, под фондовой биржей подразумевалось "определенное место или система, позволяющая сводить между собой покупателей и продавцов ценных бумаг". Новые правила, регулирующие деятельность альтернативных торговых систем зафиксировали новое определение фондовой биржи, по которое попадает большинство альтернативных торговых систем. Теперь под фондовой биржей понимают любую организацию, ассоциацию или группу лиц для которой выполняются следующие условия:

1. организация осуществляет сведение приказов на покупку и продажу ценных бумаг от нескольких покупателей и продавцов;
2. организация устанавливает "неконтролируемые"(non-discretionary) правила и методы (путем предоставления торговой системы или установления определенных правил торгов ценными бумагами) по которым происходит взаимодействие приказов на покупку и продажу ценных бумаг;
3. покупатели и продавцы ценных бумаг, отдающие приказы в торговую систему согласны с установленными правилами торгов. (US SEC Release No34-40760; File No S7-12-98)
- 4.

альтернативная торговая система может выбирать форму своей регистрации в Комиссии по ценным бумагам США: в качестве брокерской компании или в качестве фондовой биржи.

Регулятивная нагрузка на альтернативные торговые системы решившие сохранить статус брокера-дилера устанавливается в зависимости от показателя объема торгов и, как следствие, значимости торговой системы для рынка ценных бумаг.

Для "молодых" торговых систем, объем торгов в которых по каждой из торгуемых ценных бумаг составляет менее 5% от общего объема торгов ценной бумагой, установлены "облегченные" требования: требование ведения учета операций и предоставления ежеквартальной отчетности (т.е. фактически сохранен старый объем регулятивной нагрузки).

Для торговых систем, имеющих значительное влияние на рынок (с объемом торгов по каждой из торгуемых ценных бумаг превышающим 5% общего объема торгов ценной бумагой) устанавливаются дополнительные требования:

1. Членство в саморегулируемой организации.

Данное требование необходимо поскольку альтернативная торговая система, зарегистрированная в качестве брокера, не имеет права самостоятельно осуществлять функции по саморегулированию.

2. Требование обеспечения прозрачности рынка.

Прозрачность рынка гарантирует, что публично доступные цены полностью отражают объем спроса и предложения на ценные бумаги, и дает возможность уменьшить отрицательные последствия рыночной фрагментации (например, избежать ситуаций, когда приказ на продажу ценных бумаг выполняется по цене более низкой, чем цена, сложившаяся в то же самое время в другом рынке). С целью установления равных возможностей для инвесторов, устранения негативных последствий фрагментации рынка, повышения уровня ликвидности и сужения спредов, Комиссия по ценным бумагам США установила для альтернативных торговых систем, обладающих значительным объемом торгов, требование раскрытия информации обо всех предложениях на покупку и продажу ценных бумаг (включая приказы институциональных инвесторов) всем заинтересованным участникам рынка.

3. Требование публичного отражения и исполнения приказов.

Торговая система помимо раскрытия информации обо всех поступающих от клиентов приказах должна иметь соединение с одним из зарегистрированных фондовых рынков (фондовыми биржами или NASDAQ) и предоставлять возможность участникам этого зарегистрированного рынка заключать сделки по лучшим ценам торговой системы.

4. Требование обеспечения справедливого доступа.

Данное требование означает, что альтернативная торговая система не должна допускать необоснованного лишения инвесторов и брокерских компаний права быть участником торговой системы. Альтернативная торговая система должна установить справедливые и объективные стандарты

и правила (такие как достаточность собственного капитала и др.) предоставления доступа к торгам всем заинтересованным лицам.

5. Прочие требования.

Комиссия по ценным бумагам также требует от альтернативных торговых систем установить процедуры гарантирующие целостность, операционную способность и безопасность торговой системы. Рынки ценных бумаг все в большей степени полагаются на технологии, все большее число их функций становится автоматизированным. Установление требований системной безопасности должно гарантировать сохранность и продолжение функционирования рынков в случае возникновения непредвиденных ситуаций (системных сбоев, отключения электричества и т.д.). Альтернативные торговые системы должны также иметь достаточную операционную способность, для того чтобы обрабатывать возрастающий поток приказов клиентов и не приостанавливать работу в периоды всплесков активности на рынке.

Кроме регистрации в качестве брокера - дилера альтернативная торговая система может зарегистрироваться как фондовая биржа. В этом случае альтернативная торговая система должна соответствовать всем требованиям, предъявляемым к фондовым биржам. Например, альтернативная торговая система должна выполнять все саморегулирующие функции, характерные для фондовой биржи, т.е. осуществлять надзор за деятельностью участников членов альтернативной торговой системы, контроль за соблюдением законодательства о ценных бумагах. Как фондовая

биржа альтернативная торговая система должна обеспечить возможность справедливого доступа на рынок для любой зарегистрированной брокерской компании и воздерживаться от принятия любых антиконкурентных правил. На альтернативные торговые системы, зарегистрированные как фондовые биржи, распространяется правило организации торгов только по зарегистрированным ценным бумагам, таким образом, торговой системе необходимо разработать правила допуска ценных бумаг к торгам. Следует также отметить, что новые регулятивные требования.

Для того, чтобы предоставить саморегулируемым организациям лучшую возможность для конкуренции с альтернативными торговыми системами, зарегистрированными как брокеры-дилеры, Комиссия по ценным бумагам США разрешает саморегулируемым организациям создавать "пилотные" торговые системы (pilot trading systems) без предварительного одобрения и согласования с Комиссией. Такие торговые системы освобождаются от требования предоставления квартальной и прочей отчетности в Комиссию. В то же время, на них накладываются жесткие ограничения по объему совершаемых операций: объем торгов в таких системах не должен превышать 10 % от объема торгов на основном рынке. В случае превышения этого порогового значения, "пилотные" торговые системы обязаны представлять отчетность на общих основаниях.

Принуждение к регистрации в качестве фондовой биржи

Комиссия по ценным бумагам США может потребовать от альтернативной торговой системы, зарегистрированной в качестве брокера-

дилера, в принудительном порядке зарегистрироваться в качестве фондовой биржи, в случае если сочтет эту меру соответствующей общественным интересам и целесообразной для обеспечения защиты прав инвесторов.

Критерием необходимости регистрации для альтернативной торговой системы в качестве фондовой биржи также служит показатель объема торгов: в случае, если объем торгов по любой из торгуемых ценных бумаг превышает 50% общего объема по данной бумаге.

Глава 3. Перспективы развития торговли ценными бумагами с использованием сети Интернет на российском фондовом рынке и возможности для ее регулирования.

3.1 Проблемы и перспективы применения Интернет- технологий на фондовом рынке России.

Бурное развитие Интернет - технологий на Западе подталкивает российские брокерские компании к мысли создания собственных систем торговли ценными бумагами.

Однако мотивы разработок российскими брокерами собственных систем интернет- торговли ценными бумагами несколько отличаются от мотивов перехода на обслуживание клиентов в иностранных брокерских компаниях.

Дело в том, что интернет- торговля акциями по умолчанию является розничным видом бизнеса, она ориентирована на обслуживание большого потока поручений от большого числа клиентов. За рубежом переход на брокерское обслуживание через Интернет было логическим решением изменения модели организации бизнеса под влиянием резкого увеличения количества розничных инвесторов. Большинство российских брокерских компаний рассматривают использование Интернета всего лишь как возможность расширить спектр предлагаемых клиентам услуг, как один из способов удешевления взаимодействия брокера с клиентом. Некоторые компании это рассматривают как "дань моде", при которой наличие подобного рода услуг будет благоприятно влиять на имидж компании.

Следует отметить, что не следует ожидать бурного оживления активности мелких инвесторов на российском рынке ценных бумаг в следствие внедрения Интернет- технологий. Внедрение Интернет на российском рынке ценных бумаг не приведет к кардинальному изменению ситуации. В лучшем случае, число инвесторов может увеличиться до 10 – 20 тыс. человек, с учетом подключения крупнейших "розничных" брокерских компаний (таких, например, как ОЛМА и др.).

Среди факторов, оказывающих сдерживающее воздействие на развитие интернет- торговли ценными бумагами следует отметить следующие:

1. фондовый рынок России характеризуется низким удельным весом мелких и средних акционеров в акционерном капитале компаний, на нем преобладают крупные собственники (так называемая stake- holder структура капитала). Низка также доля акционеров в общем количестве населения страны (например, около 50% всех американских семей имеют вложения на фондовом рынке).

2. неразвитым является сам Интернет. По данным сайта internet.ru в России насчитывается от 1 до 2 миллионов пользователей сети Интернет (для сравнения в США - более 100 миллионов).

3. ограниченность финансовых возможностей розничных инвесторов. Понятие "розничный инвестор" в России и во всем остальном мире несколько отличаются. Если в России средний розничный инвестор инвестирует в рынок ценных бумаг около 2-5 тысяч долларов, то, например, в США средний размер инвестиций частного инвестора составляет около 130 тысяч

долларов.¹⁵ Низкий размер финансовых ресурсов российских инвесторов приводит к тому, что Интернет часто является для них достаточно дорогим средством коммуникации

4. население характеризуется низким уровнем финансовой грамотности
5. фондовый рынок России является нестабильным и высоко рискованным, частные лица ищут другие направления вложения средств
6. не развитость платежной и банковской системы страны

При этом одним из факторов, оказывающих наибольшее влияние на отсутствие доверия к рынку ценных бумаг, является политическая и экономическая нестабильность, большая зависимость от международных финансовых организаций.

Учитывая сказанное выше, можно полагать, что основными участниками операций и пользователями услуг могут стать:

- бывшие трейдеры, потерявшие работу в результате августовского кризиса 1998 года,
- лица, имеющие общее представление о рынке ценных бумаг, основных инструментах и возможных стратегиях, способах страхования рисков (хеджирования),

¹⁵ Приводятся данные исследований, проведенных Investment Company Institute и Securities Investor Association, Equity Ownership in America, Fall 1999, www.ici.org, www.sia.org

- инвесторы, желающие вложить "на растущем" рынке временно свободные денежные средства;

- профессиональные спекулянты, стремящиеся собственноручно (без участия физических посредников в лице "сэйлз", трейдеров) отдавать приказы о покупке или продаже ценных бумаг.

Кроме перечисленных выше препятствий для массового использования Интернет на фондовом рынке России существует еще одно немаловажная преграда - законодательная. В Российской Федерации на настоящий момент не существует законодательной базы, которая бы признавала легитимность использования электронных средств коммуникаций для совершения операций с ценными бумагами. Отсутствие закона об электронном документообороте и не признание судебными, налоговыми и другими органами в качестве документов существенно тормозит процесс внедрения Интернет- технологий на рынке ценных бумаг.

3.2 Текущее состояние Интернет- торговли ценными бумагами в России.

В настоящее время в России существует два варианта организации торговли ценными бумагами через сеть Интернет:

1. использование систем, построенных на основе стандартной, "чистой" интернет- технологии, т.е. система будет опираться только на те средства защиты информации, которые заложены в стандартных интернет- браузерах и не использовать никаких внешних средств шифрования и электронной подписи. Достоинством таких систем является то, что они являются самым

дешевым (практически бесплатным) вариантом организации брокерского бизнеса, в этом случае минимизируются затраты брокерской компании на обслуживание клиентов системы, обеспечивается мобильность пользователей (совершение операций по счету становится возможным из любого компьютера, подключенного к сети Интернет). Недостатком таких систем является то, что отсутствуют какие-либо документы, которые можно было бы предъявить в суде, в налоговых органах или считать первичным документом в бухгалтерии, а также минимальный уровень безопасности. В настоящий момент в России доступны лишь браузеры лишь с 40 битным ключом шифрования. Это означает, что существует достаточно большая вероятность взлома системы и подлога приказа, т.е. допустима ситуация, когда клиент откажется от приказа, который сделал за него хакер. Кроме того, подача поручений через Интернет, не снимает необходимости подачи документального подтверждения приказа на сделку, т.е. увеличивая оперативность web-ное решение усложнит технологический процесс.

2.использование систем на основе систем криптографической защиты информации. Данные системы позволяют обеспечить целостность и неизменность передаваемой по каналам связи информации. В настоящее время в России, несмотря на обилие различных разработок в области криптографической защиты данных, "де факто" сложилась ситуация, когда монополистом на рынке крипосистем стало Федеральное агентство правительственной связи и информации (ФАПСИ России), т.к. в силу отсутствия законодательства об электронном документообороте, в случае возникновения судебных разбирательств в качестве экспертов приглашаются

представители государственной организации - ФАПСИ. ФАПСИ России предлагает на рынке систему криптографической защиты информации (СКЗИ)"Верба О".¹⁶ Недостатком данной системы является высокая стоимость (стоимость установки такой системы для одного клиента составляет около 100 долларов США, стоимость лицензии, позволяющей брокерской компании самостоятельно генерировать электронные ключи составляет сумму равную 10000 долларов). Кроме этого, в соответствии с законодательством запрещено экспортировать криптографические системы подобные СКЗИ "Верба". Этот факт сразу суживает границы применения создаваемой системы Интернет - трейдинга до рамок нашей страны, поскольку ею не смогут пользоваться иностранные клиенты российских брокерских компаний.

Ниже рассмотрим системы Интернет торговли ценными бумагами, которые существуют и разрабатываются в России на данный момент.

3.2.1. Система торговли ценными бумагами через Интернет КБ "Гута-Банк".

На данный момент единственной организацией, оказывающей услуги брокерского обслуживания через Интернет, является Гута - банк. Гута - банк уже достаточно долго занимается этим видом бизнеса, услуги по брокерскому обслуживанию клиентов через сеть Интернет предоставляются уже около

¹⁶ СКЗИ "Верба" представляет собой пакет программ, предназначенных для обеспечения конфиденциальности и целостности информации, для контроля за составом и целостностью системного и прикладного ПО в информационных системах и телекоммуникационных сетях. Подробнее см. Средство криптографической защиты информации "Верба" - основа систем защиты информации в информационных системах и сетях // Дипозитариум, №7,1999 <http://www.ndc.ru/depositarium/16/eldoc.htm>

четырёх лет - с начала 1996 года. Система торговли ценными бумагами через Интернет, предлагаемая Гута- банком, основана на собственном программном обеспечении и использует стандартные интернет-технологии. Для совершения операций с через сеть Интернет ценными бумагами через Гута- банк, клиент предварительно должен установить на своем компьютере резидентную программу Remote Trader, которая обеспечивает связь компьютера клиента с торговым сервером Гута банка.

Торговая система Гута- банка позволяет клиентам совершать операции как с государственными ценными бумагами - в Торговой системе Государственными Ценными Бумагами Фондовой секции Московской Межбанковской Валютной Биржи, так и негосударственными ценными бумагами в фондовых секциях Московской Межбанковской Валютной Биржи и Московской Фондовой Биржи. Отличительной особенностью данной системы является то, что поручения клиентов размещаются в торговых системах бирж практически напрямую, задержка между получением поручения от клиента и размещением его в торговой системе составляет десятые доли секунды. Помимо информации о проводимых сделках система Remote Trader позволяет получать информацию из информационной системы "Эфир": ленту новостей агентства Интерфакс" а также информацию в реальном времени о котировках ценных бумаг с основных торговых площадок- ММВБ, РТС, МФБ, информацию о торгах валютой. Система позволяет совершать операции только по купле-продаже ценных бумаг. Для совершения прочих операций (операции по выводу денег из торговой системы, переводу денежных средств на другой счет и т.д.) необходимо личное присутствие клиента.

Процесс совершения операций с использованием системы Интернет-торговли ценными бумагами Гута - банка можно представить следующим образом: клиент формирует и с помощью установленного у него программного обеспечения пересылает через сеть Интернет поручение на совершение операций по своему счету; торговая система Гута - банка (фронт-офис) получает поручение, проверяет достаточность денежных средств или бумаг на счету клиента для проведения операции и отправляет клиенту сообщение о принятии его поручения к исполнению. После этого, торговая система Гута - банка пересылает приказ на одну из бирж. При заключении сделки на бирже, биржа направляет в Гута-Банк отчет об исполнении сделки, Гута-Банк изменяет состояние счета клиента и направляет ему отчет о совершении сделки и информацию о новом состоянии портфеля. Ниже схематически изображена схема заключения операций с ценными бумагами через систему Интернет-торговли ценными бумагами Гута-банка:



Рис 7. Схема торговли ценными бумагами через систему Интернет-брокера Гута-Банка

Торговая система на всех стадиях проведения операций ведет специальный реестр, куда с точностью до нескольких десятых долей секунды заносится информация о том, какие действия производил клиент на своем торговом месте. Реестр служит своего рода доказательством при

возникновении споров с клиентом относительно параметров поданных им поручений.

Среди достоинств системы торговли, предлагаемой Гута- Банком следует отметить то, что стоимость работы клиентов через данную систему низка. Программное обеспечение распространяется бесплатно, вся сумма расходов клиента сводится к оплате текущей рыночной информации. Кроме этого, информация об основных этапах заключения сделки доводится до ведома клиента, т.е. клиент имеет возможность контролировать сроки исполнения своих поручений. Также, среди положительных черт данной системы торгов следует назвать то, что при подаче поручений предусмотрены только лимитный тип приказа, что с одной стороны дает клиенту возможность большего контроля за состоянием портфеля, а с другой снижает возможность брокерской компании манипулировать заявками клиентов.

К недостаткам системы следует отнести то, что между клиентом и брокером происходит обмен сообщениями не защищенными средствами криптографии. То есть существует определенная вероятность того, что ключ для входа в торговую систему будет похищен хакерами. Кроме того, при возникновении споров между клиентом и брокером и обращении в суд, отсутствует уверенность в исходе дела, т.к. реестр операций, формируемый брокером в соответствии с законодательством Российской Федерации не является документом и может не рассматриваться судом в качестве доказательства действий сторон. Вероятно также, что для установления истины может потребоваться экспертиза торговой системы и высока

вероятность того, что в качестве экспертов будут привлечены сотрудники ФАПСИ России. Это имеет два негативных для брокерской компании момента: во-первых, ФАПСИ в некотором роде является конкурирующей организацией (т.к. является разработчиком и продавцом системы криптографической защиты данных "Верба") и при оценке системы торговли возможно возникновение конфликта интересов; с другой стороны, проведение экспертизы предполагает раскрытие экспертам всех программных кодов, т.е. "ноу-хау" компании; в-третьих, проведение экспертизы - достаточно длительная процедура и может занять около полугода.

3.2.2 Проект ТЦ РТС по организации торговли ценными бумагами через сеть Интернет.

Кроме Гута-Банка разработкой системы Интернет- торговли российскими ценными бумагами стал заниматься Технический Центр РТС (ТЦ РТС). Под эгидой ТЦ РТС для обсуждения концепции построения системы торговли ценными бумагами через Интернет была создана рабочая группа, включающая 20 крупнейших российских брокерских компаний.

Предполагается, что система Интернет-трейдинга будет рассчитана на крупные брокерские компании, которые могут позволить поддерживать собственный web-сайт и обеспечить сопряжение системы с внутренними базами данных учета операций. Система не будет охватывать всех клиентов брокеров – клиенты с небольшим объемом нерегулярных операций могут будут, по всей видимости, использовать традиционную "бумажную"

технологии или работу по телефону, крупные иностранные инвесторы могут использовать уже налаженные каналы обмена информацией.

Система, предложенная РТС предполагает использование системы электронного документооборота РТС (ЭДО)¹⁷. Система электронного документооборота основана на использовании системы криптографической защиты информации "Верба-О", разработанной ФАПСИ России, что снимает проблему экспертной оценки при возникновении судебного разбирательства между брокером и клиентом. Кроме того, система предполагает наличие в операционной цепочке между клиентом и брокерской компанией незаинтересованного лица - Технического центра РТС (т.н. третьего доверенного лица - Third Trusted Party) через который перед тем, как попасть в брокерскую компанию, будут проходить все поручения клиента. ТЦ РТС будет использоваться в качестве свидетеля того, что брокерская компания получила поручение клиента.

Система интернет - торговли должна будет выполнять следующие основные функции:

- 1.передача от клиентов к брокеру поручений на совершение операций с ценными бумагами;
- 2.предоставление брокером клиенту информации о приеме поручения;

¹⁷ Система электронного документооборота РТС, представляет собой совокупность программного обеспечения, обслуживаемого Техническим центром, а также вычислительных средств и баз данных, принадлежащих или подконтрольных Техническому центру, предназначенная для передачи зашифрованных и подписанных электронной цифровой подписью электронных документов. Подробнее см. Документы ТЦ РТС: Соглашение об использовании электронной цифровой подписи в системе ЭДО РТС

- 3.предоставление информации о текущем состоянии портфеля клиента;
- 4.предоставление клиенту информации о состоянии рынка ценных бумаг;
- 5.формирование отчетов клиентам (о невыполненных приказах, об истории совершенных операций, о позиции клиента).

Ниже приведена схема информационного взаимодействия в процессе совершения операций между брокерской компанией, ее клиентом и Техническим центром РТС (Рис. 8) :

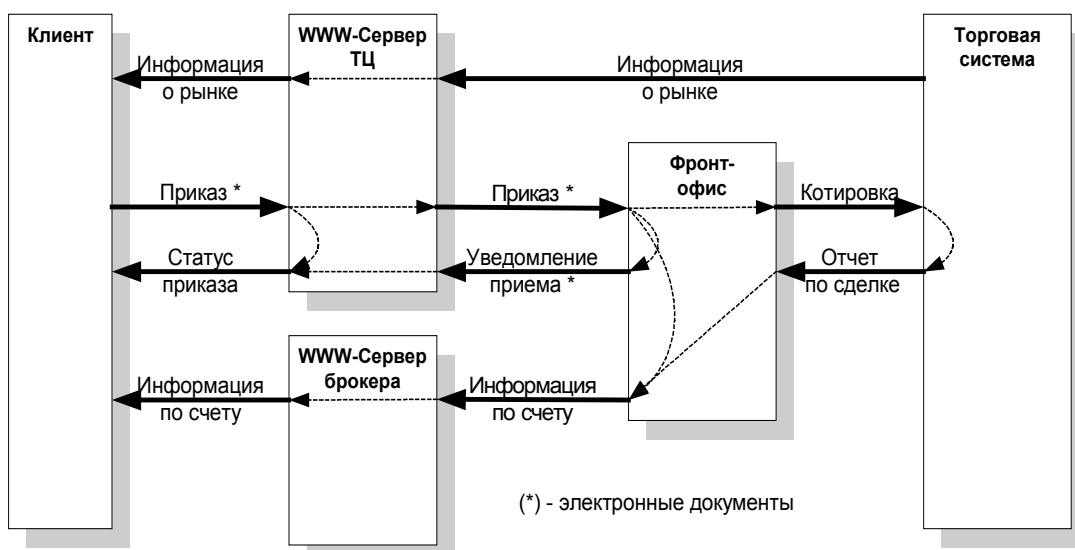


Рис. 8. Предполагаемая схема торговли через систему интернет-трейдинга ТЦ РТС

3.3.3 Возможности для государственного регулирования торговли ценными бумагами через Интернет.

История торговли ценными бумагами через сеть Интернет достаточно невелика. В настоящее время даже на развитых мировых фондовых рынках еще не сложилось четкой регулятивной структуры, которая бы полностью

регламентировала все аспекты торговли ценными бумагами с использованием сети Интернет, многие вопросы еще не решены и находятся в стадии обсуждения. В России, в силу ряда причин, в настоящий момент пока еще рано говорить о необходимости срочного установления регулятивных требований к деятельности по торговле ценными бумагами через сеть Интернет, однако эта проблема может остро встать уже в ближайшее время.

Основной задачей органов, осуществляющих регулирование деятельности на рынке ценных бумаг (ФКЦБ России, СРО, ЦБ РФ) является способствование развитию данного сегмента финансовых услуг, предлагаемых брокерскими компаниями. В настоящее время регулирующие органы должны сосредоточиться на том, чтобы заложить основу дальнейшего развития Интернет-трейдинга в России. При создании регулятивной инфраструктуры, регламентирующей развитие Интернет-торговли акциями, необходимо опираться на мировой опыт, координировать действия регулирующих органов, и организовывать обсуждение проблем Интернет-трейдинга в рамках профессионального сообщества.

Механизмы регулирования Интернет-торговли ценными бумагами должны строиться на основе равного подхода ко всем участникам, установление четких и ясных требований и процедур допуска.

При формировании требований к осуществлению деятельности брокерских компаний через Интернет необходимо пересмотреть ряд существующих требований, регулирующих деятельность брокерских компаний. В то же время отдельные положения необходимо разработать "с

нуля".

Все требования, предъявляемые к Интернет-брокерам можно разделить на две категории:

- требования к профессиональной деятельности;
- требования технического характера.

Рассмотрим подробнее некоторые из требований к осуществлению *профессиональной деятельности*.

Требование к размеру собственного капитала. В соответствии с действующими нормами, минимальный размер собственного капитала (СК) брокерской компании должен составлять не менее 5 000 МРОТ. В случае, если компания оказывает услуги физическим лицам, то размер СК должен превышать 20 000 МРОТ.

В активах Интернет-брокера существенную часть составляет компьютерное оборудование программное обеспечение. Учитывая то, что Интернет- брокеры должны быть способны оказывать услуги как в режиме "он-лайн" так и традиционными методами, представляется целесообразным увеличить требования к размеру СК брокерских компаний , предоставляющих услуги торговли ценными бумагами через Интернет. Повышение требований к размеру собственного капитала должно носить разумный характер. Но в то же время предотвращать появление компаний- однодневок.

Требование к отчетности. Основными клиентами Интернет – брокеров предполагаются физические лица. В этой связи, для выявления и пресечения

возможных нарушений прав и интересов клиентов, регулирующий орган должен установить еженедельную отчетность интернет-брокеров, содержащую информацию, идентичную представляемой в настоящее время в ФКЦБ России Группы 20, а также дополнительно – о клиентах, совершенных для них операциях, о допущенных отклонениях (при их наличии) рыночной цены от цены продажи ценной бумаги клиенту (например, в случае больших лотов) и т.д.

Требование к организации исполнения поручений клиентов. В настоящее время регулирующими органами не установлено порядка удовлетворения поручения клиента: через торговую систему или на неорганизованном рынке (в том числе тому же брокеру). Такая ситуация не способствует формированию справедливой цены на рынке ценных бумаг, заявки удовлетворяются не по лучшим ценам, снижается ликвидность рынка. Регулирующий орган вправе в своих нормативных актах установить требование, в соответствии с которым брокер будет обязан разместить приказ клиента на организованном рынке (фондовой бирже или организаторе торговли) для его удовлетворения в соответствии с условиями указанными клиентом в приказе (лимитный, рыночный и т.д.).

Кроме того, с целью обеспечения наиболее быстрого и лучшего исполнения поручения клиента, целесообразно установить требование, обеспечивающее как можно более быстрое размещение приказов клиентов в торговых системах (т.е. до минимума должно быть сокращено время для ввода приказов в торговые системы (желательно сразу же при поступлении в

брокерскую компанию), и операции по вводу приказов должны быть автоматизированы). Это требование должно способствовать росту ликвидности рынка, а также сокращать возможность брокерской компании манипулировать приказами клиентов.

Требования к отчетности перед клиентом. Система торговли интернет – брокера должна в режиме реального времени предоставлять инвестору информацию о состоянии его денежного счета, депозитарного счета (в разрезе количества, рыночной и балансовой стоимости пакета), его операциях за определенный период (соответственно с указанием движения денежных средств и ценных бумаг) и т.д.

Требование к персоналу. Как показывает зарубежная практика, интернет-брокерские количество персонала (прежде всего трейдеров и сэйлз) в Интернет- брокерских компаниях часто сведено к минимуму, т.к. основную массу традиционной работы исполняется с помощью компьютерной техники. Однако полностью отказаться от услуг трейдеров и сэйлз не представляется возможным. Это связано с имеющей нестабильностью в работе систем связи и Интернета. Количество персонала в брокерских компаниях должно достаточным для того, чтобы обеспечивать своевременный прием и исполнение приказов клиентов через телефонную или другие виды связи в случае возникновения каких-либо технических неполадок в системах Интернет- торговли брокерской компании. Должен действовать принцип "больше клиентов- больше специалистов"

Необходимо рассмотреть возможность внесения изменения в

нормативные акты, устанавливающие требования к наличию в штате компании работников, имеющих аттестаты ФКЦБ России (в настоящее время руководитель, контролер, и по одному сотруднику на каждый вид деятельности). В связи с развитием Интернет- торговли целесообразно помимо вышеназванных специалистов проводить аттестацию технических специалистов, обслуживающих системы торговли через Интернет.

Следует проанализировать перечень вопросов, необходимых для получения аттестата ФКЦБ России, на предмет их изменения в соответствии с данным видом деятельности.

Требование к лицензированию (сертификации) сайтов брокерских компаний. Данное требование представляет собой обязанность интернет-брокера зарегистрировать в регулирующем органе свое представительство в сети Интернет. Причем полученный регистрационный номер должен быть помещен на главную страницу сайта с указанием присвоенного номера, даты регистрации, номера лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг.

Это требование своей целью ставит ограничить возможные мошенничества, которые могут возникнуть на основе сходства названий компаний или использования двоякости (в силу неправильности) написания названия компании. Такие примеры можно привести и в настоящее время. Например, сайт Росбанка в интернете размещен по адресу www.rosbnk.ru, поскольку домен www.rosbank.ru зарегистрирован на имя юридической конторы (которая, вероятнее всего, пытается выгодно продать этот адрес

тому же Росбанку). Примеров написания названий может быть много: consulting и consalting, investment и investments и др.

Требование к членству в саморегулируемых организациях или обязательность участия в компенсационных и гарантийных фондах. Участие в таких организациях должно способствовать укреплению доверия инвесторов к Интернет–брокерам, а также страховать инвесторов от возможных мошенничеств со стороны брокеров–дилеров. Следует учесть также осуществляемый такими организациями контроль и надзор за своими членами, возможность проведения плановых и внеплановых проверок их деятельности.

Необходимо установить также минимальный набор *технических* требований для Интернет-брокеров, а именно:

1. Интернет брокерские компании должны иметь достаточное по мощности серверное оборудование для обработки большого потока приказов клиентов;

2. высокую пропускную способность каналов связи Интернет;

3. иметь автономные резервные источники питания для обеспечения работы в случае непредвиденного отключения электроэнергии.

Кроме установления регулятивных требований необходимо решить вопрос о правовом статусе сообщений, передаваемых клиентами брокерам через сеть Интернет.

Ранее было отмечено, что одной из основных преград в развитии

Интернет трейдинга в России является неурегулированность правового статуса электронных сообщений. Поэтому, регулирующие органы и профессиональное сообщество должны предпринимать активные усилия для того, чтобы в как можно более короткие сроки государственной Думой была принята необходимая нормативная база, которая бы регулировала порядок использования электронных документов.

В то же время, на мой взгляд, в настоящий момент не следует устанавливать жестких требований относительно использования или не использования криптографической защиты в системах Интернет-торговли брокерских компаний. Требования обязательной криптографической защиты информации необходимо устанавливать дифференцировано, в зависимости от тех операций, которые может производить клиент брокерской компании через сеть Интернет. Для того, чтобы ранжировать возможные информационные потоки между клиентом и его брокером по требованиям защите передаваемой информации попробуем рассмотреть все необходимые типы операций со счетом клиента брокерской компании.

Операции с ценными бумагами:

- 1.Списание (в реестр, на счет другого номинального держателя)
- 2.Зачисление (депонирование из реестра, со счета в другом номинальном держателе)
- 3.Перевод между двумя счетами одного клиента (например, между основным и торговым).
- 4.Перевод на чужой счет другого клиента того же брокера.

Операции с денежными средствами:

- 1.Перечисление (в другой банк, и т.д.)

2.Перевод между двумя счетами одного клиента (например, между основным и торговым)

3.Перевод на чужой счет другого клиента того же брокера

Сделки

1.Покупка

2.Продажа

Общие операции:

1.Получение выписки текущего состояния счетов (депо и денежных)

2.Получение истории движений по счетам

3.Получение реестра текущих (не выполненных) поручений

4.Получение истории выполненных поручений

Очевидно, что операции связанные с выводом ценных бумаг в реестр и перечислением денежных средств на чужой счет (у брокера или в другом банке) не могут и не должны быть автоматизированы с использованием технологий обеспечивающих недостаточный уровень защиты. С другой стороны, например, к запросам на получение текущих состояний счетов клиента могут предъявляться менее высокие требования по защищенности.

Таким образом, различные типы операций могут требовать разного уровня защиты передаваемой информации: для совершения одних операций достаточна защита средствами Интернет-браузера; для других - требуется обязательное наличие электронной подписи.

К первой категории можно отнести операции покупки, продажи и зачисления ценных бумаг на счет, а также запросы на отчеты по счетам, ко второй же – все остальные.

Кроме этого, для систем, использующих только Интернет - технологию

(без систем криптозащиты и электронной подписи) представляется необходимым, ведение реестра в котором бы (с точностью до секунды) фиксировались все действия, которые совершает клиент. Кроме того, необходимо установить требование обязательной досылки экземпляров поручений на "бумажном" носителе на совершение операций в конце рабочего дня.

Одной из основных задач регулирующих органов при переходе рынка ценных бумаг на Интернет- технологии является задача образования инвесторов, объяснения им тех рисков с которыми они могут столкнуться в сети Интернет, информирование о фактах мошенничества и объяснение механизмов функционирования мошеннических схем¹⁸.

Поскольку Интернет является глобальной, интернациональной средой и не признает географических границ, он является удобным средством для осуществления различных мошеннических схем. В последнее время появилось достаточно много компаний, которые, пользуясь тем, что физически находятся за пределами России предлагают резидентам Российской Федерации возможность инвестировать в зарубежные фондовые рынки. Следует отметить, что при использовании услуг таких компаний российские граждане попадают в правовой вакуум. По формальным признакам такого рода компании не попадают под действие законодательства России. Однако, использование ими сети Интернет, приводит к тому, что они фактически

¹⁸ В настоящее время в рамках работы по информированию инвесторов о возможных рисках инвестирования с использованием сети Интернет, ФКЦБ России разработало "Памятку для инвесторов" - документ, призванный проинформировать инвесторов о возможных

проводят свою деятельность на территории России и ориентированы на оказание "услуг" гражданам России.

Таким образом, необходимо разработать и законодательно утвердить критерии, по которым деятельность в Интернет будет оцениваться как деятельность, относящаяся к юрисдикции Российской Федерации. Все компании, деятельность которых будет отнесена к юрисдикции Российской Федерации, обязаны пройти процедуру лицензирования и соблюдать требования, установленные для профессиональных участников рынка ценных бумаг в России.

На мой взгляд, целесообразно законодательно установить следующие критерии по отнесения/не отнесения деятельности компаний к правовому полю Российской Федерации:

Деятельность компании попадает в юрисдикцию Российской Федерации если выполняется хотя бы одно из следующих утверждений:

1.существуют признаки того, что информация, размещенная на сайте компании, ориентирована на резидентов Российской Федерации (признаками может служить отображение содержания сайта на государственном языке Российской Федерации, наличие сети представителей на территории Российской Федерации, публикация рекламных и прочих материалов в российской прессе и др.);

2.компанией заявлено, что она предоставляет услуги на рынке

мошеннических схемах, использующихся на рынках ценных бумаг. См. прил.1.

ценных бумаг для резидентов Российской Федерации;

3. компания, занимающаяся оказанием услуг на рынке ценных бумаг через сеть Интернет, использует средства электронной почты или другие средства коммуникации для того, чтобы навязывать свои услуги резидентам Российской Федерации.

Деятельность на рынке ценных бумаг, проводимая с использованием сети Интернет, может не считаться осуществляемой на "территории" России и не относиться к юрисдикции Российской Федерации если:

1. компания, предлагающая услуги на рынке ценных бумаг, определенно заявляет на кого рассчитано то или иное предложение;

2. сайт компании содержит перечень государств для граждан, которых действительно сделанные ими предложения и заявления;

3. компания, предоставляющая услуги на рынке ценных бумаг предприняла предварительные действия для того, чтобы не заключать сделки с резидентами Российской Федерации.

Заключение

Проблема разработки регулятивных требований к деятельности по Интернет-торговле ценными бумагами стоит не только в России. Даже в странах с развитым фондовым рынком, с устоявшимся законодательством, регулирующим операции с ценными бумагами, на сегодняшний день не сформулированы четкие требования осуществлению деятельности по торговле ценными бумагами через сеть Интернет. Более того, продолжаются горячие дискуссии относительно того, какими методами и как необходимо осуществлять регулирование рынков ценных бумаг в условиях глобальной компьютеризации.

В России, с ее неразвитой биржевой торговлей, маломощной системой коммуникаций, отсутствием достаточной компьютерной базы, вопрос регулирования Интернет-торговли ценными бумагами может остро возникнуть в удаленной перспективе (через 1-2 года). Несмотря на это, вопрос регулирования торговли ценными бумагами через Интернет заранее должен быть поднят и всесторонне исследован. Для этого необходимы совместные усилия регулирующих органов и профессиональных участников рынка ценных бумаг по изучению опыта развитых стран в регулировании Интернет-торговли ценными бумагами.

В работе отмечены лишь основные моменты, которые следует учитывать при установлении регулятивных требований к торговле ценными бумагами через сеть Интернет. Регулирование торговли ценными бумагами

через сеть Интернет должно основываться на базовых принципах регулирования: обеспечении защиты прав инвесторов, создания условий для справедливого и прозрачного ценообразования, способствовать сокращению рисков. Для установления эффективной системы регулирования торговли ценными бумагами через сеть Интернет необходимо установить ряд требований для регулирования деятельности брокерских компаний, предоставляющих услуги по совершению операций с ценными бумагами через сеть Интернет, а именно: установить порядок расчета собственного капитала Интернет брокеров, требования к предоставлению отчетности, требования к организации исполнения поручений клиентов, требования к отчетности перед клиентом, требования к персоналу, требования к лицензированию (сертификации) сайтов брокерских компаний, минимальные технические требования к используемому оборудованию.

Для обеспечения нормального развития торговли ценными бумагами с использованием сети Интернет решающую роль должно сыграть принятие Государственной Думой законодательных актов об электронном документообороте.

Необходимо также подготовить базу из специалистов в области электронной коммерции и, в частности, торговли ценными бумагами через сеть Интернет. Для этого необходимы совместные усилия как органов, регулирующих рынок ценных бумаг, так и профессионального сообщества. Кроме этого, необходимо создание в Правительстве рабочей группы по развитию электронной коммерции (в том числе торговли ценными бумагами

через сеть Интернет) в которую бы входили специалисты по рынку ценных бумаг налогам, праву, финансам. Необходимо организовать стажировки специалистов на ведущих биржах, регулятивных органах с тем, чтобы перенять передовые знания и опыт по адаптации развитых стран к Интернет-технологиям.

О возможных мошеннических схемах при торговле ценными бумагами с использованием сети Интернет

В связи с увеличением количества сайтов в сети Интернет, предлагающих русскоязычным инвесторам возможность торговли акциями американских и иных иностранных эмитентов с использованием сети Интернет, ФКЦБ России считает необходимым предупредить российских инвесторов о том, что инвестирование денежных средств на иностранных фондовых рынках с использованием сети Интернет сопряжено с риском быть вовлеченными в различного рода мошеннические схемы (информация подготовлена по результатам анализа типичных мошеннических действий, выявленных Комиссией по ценным бумагам и биржам США):

1. Схема “накачать и сбросить” (Pump&dump) - вид рыночной манипуляции, заключающейся в извлечении прибыли за счет продажи ценных бумаг, спрос на которые был искусственно сформирован. Манипулятор, называясь инсайдером или осведомленным лицом и распространяя зачастую ложную информацию об эмитенте, создает повышенный спрос на определенные ценные бумаги, способствует повышению их цены, затем осуществляет продажу ценных бумаг по завышенным ценам. После совершения подобных манипуляций цена на рынке возвращается к своему исходному уровню, а рядовые инвесторы оказываются в убытке. Данный прием используется в условиях недостатка или отсутствия информации о компании, ценные бумаги которой редко торгуются.

2. Схема финансовой пирамиды (Pyramid Schemes) при инвестировании денежных средств, используя Интернет-технологии, полностью повторяет классическую финансовую пирамиду. При использовании данного приема инвестор получает прибыль исключительно за счет вовлечения в игру новых инвесторов.

3. Схема “надежного” вложения капитала (The “Risk-free” Fraud) – заключается в распространении через Интернет инвестиционных предложений с низким уровнем риска и высоким уровнем прибыли. Как правило, это предложения несуществующих, но очень популярных проектов,

таких как вложения в высоколиквидные ценные бумаги банков, телекоммуникационных компаний, в сочетании с безусловными гарантиями возврата вложенного капитала и высокими прибылями.

4. “Экзотические” предложения (Exotic Offerings) - например, распространение через Интернет предложения акций костариканской кокосовой плантации, имеющей контракт с сетью американских универмагов, с банковской гарантией получения через непродолжительный промежуток времени основной суммы инвестиций плюс 15% прибыли.

5. Мошенничества с использованием банков (Prime Bank Fraud) – заключаются в том, что мошенники, прикрываясь именами и гарантиями известных и уважаемых финансовых учреждений, предлагают инвесторам вложение денег в ничем не обеспеченные обязательства с нереальными размерами доходности.

6. Навязывание информации (Touting) - часто инвесторов вводят в заблуждение недостоверной информацией об эмитенте, преувеличенными перспективами роста компаний, ценные бумаги которых предлагаются.. Недостоверная информация может быть распространена среди широкого круга пользователей сети самыми разнообразными способами: размещена на информационных сайтах, электронных досках объявлений, в инвестиционных форумах, разослана по электронной почте по адресам.

Анонимность, которую предоставляет своим пользователям сеть Интернет, возможность охвата большой аудитории, высокая скорость и гораздо более низкая стоимость распространения информации по сравнению с традиционными средствами, делает Интернет наиболее удобным инструментом для мошеннических действий.

Таким образом, во избежание потерь средств при инвестировании на иностранных фондовых рынках, инвестору следует придерживаться следующих правил:

1. Осознанно подходить к выбору объекта инвестиций.

Перед тем, как покупать ценные бумаги эмитентов инвестору необходимо ознакомиться с профилем деятельности компании-эмитента, провести историческую оценку движения акций, динамики финансовых показателей эмитента, ознакомиться с последними годовыми и квартальными отчетами, получить информацию о последних корпоративных событиях. В этом смысле полезным источником информации для инвесторов будет сайт раскрытия информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США EDGAR (www.sec.gov/edgarhp.htm), а также частные сайты (www.financialweb.com, www.companysleuth.com, www.hoovers.com, www.financewise.com, www.bloomberg.com)

Сравнить кредитный рейтинг интересующего эмитента с рейтингом

других эмитентов можно, используя информацию, размещенную на сайтах рейтинговых агентств Moody`s и Standard & Poors (www.moody.com, www.standardpoor.com).

2. Обращаться к услугам брокера, которому доверяете.

Помимо выбора объекта инвестиций инвестор должен определиться в выборе брокерской компании, через которую он намеревается совершать операции. Для того, чтобы избежать возможных недоразумений и убытков, перед открытием счета в брокерской компании целесообразно:

а) выяснить, имеется ли у компании лицензия на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг Комиссии по ценным бумагам и биржам США - Securities and Exchange Commission (SEC) (www.sec.gov);

б) узнать о дисциплинарной истории брокерской компании и нарушениях законодательства о ценных бумагах, которые были выявлены у брокерской компании Комиссией по ценным бумагам и биржам США и Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг - National Association of Securities Dealers (NASD). Такую информацию можно найти на сайтах www.sec.gov, www.nasdaq.com, www.nasdr.com, а также, обратившись в NASD по бесплатному телефону 1-800-289-9999;

в) узнать, является ли брокерская компания членом Корпорации по защите интересов инвесторов в ценные бумаги - Securities Investor Protection Corporation (SIPC), организации, занимающейся разработкой компенсационных схем и выплатой средств инвесторам в случае неплатежеспособности брокерской компании (www.sipc.org).

3. Тщательно обдумывать различного рода "заманчивые" предложения, обещания высоких гарантированных прибылей, избегать контактов с организациями, которые не дают четких и подробных разъяснений в отношении своих инвестиционных механизмов. Брокеры, профессионально работающие на рынке и заботящиеся о своей репутации, заинтересованы в каждом клиенте и не откажут в предоставлении дополнительной информации о своей кампании.

4. Проявлять должную осторожность и осмотрительность при предоставлении информации о паролях доступа к своему инвестиционному счету, номерах банковских счетов, номерах кредитных карт третьим лицам, за исключением случаев, когда есть полная уверенность в том, что получатель информации действует на законных основаниях и ее раскрытие действительно необходимо для совершения сделки.

5. Использовать лимитные приказы во избежание покупки или продажи акций по ценам выше или ниже желаемой. Лимитный приказ на покупку или продажу ценных бумаг предполагает наличие заранее определенной инвестором цены исполнения. В случае размещения рыночного приказа у инвестора отсутствует контроль за ценой исполнения приказа.

Брокер может злоупотребить незнанием инвестора относительно цен, сложившихся на рынке, что может привести к непредвиденным финансовым потерям для инвестора.

ФКЦБ России также напоминает, что деятельность юридических и физических лиц - резидентов Российской Федерации, связанная с инвестированием в ценные бумаги иностранных эмитентов, в соответствии с пунктом 10 статьи 1 Федерального закона от 9 октября 1992 года № 3615-1 "О валютном регулировании и валютном контроле" (в редакции Федеральных законов от 29 декабря 1998 года № 192-ФЗ и от 5 июля 1999 года № 128-ФЗ) относится к операциям, связанным с движением капитала, и в соответствии с пунктом 2 статьи 6 названного закона подлежит лицензированию в порядке, установленном Центральным банком Российской Федерации (Положение от 20 июля 1999 года № 82-П "О порядке выдачи Банком России разрешений на проведение отдельных видов валютных операций, связанных с движением капитала").

Первый заместитель Председателя

И.И. Бажан

Список литературы

1. A Report On The Problems And Promise Of The Online Brokerage Industry, November 22, 1999, Office Of New York State Attorney General Eliot Spitzer
2. After-hours Trading: Are Retail Investors Ready for Prime Time?, Remarks by Laura S. Unger, Commissioner, U.S. Securities & Exchange Commission at the 1999 Arthur Page Society Spring Seminar, New York Stock Exchange, SEC Speech, April 7, 1999. www.sec.gov
3. After Hours Trading Guide, www.reuters.com
4. Speech Before the Senate Permanent Subcommittee on Investigations Committee on Governmental Affairs, Concerning Day Trading, Arthur Levitt , Chairman of the U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Speech, September 16, 1999,www.sec.gov
5. Breaking The Syndicate - Online Underwriters Haven't Delivered Much to Investors Yet. But They've Got Wall Street Running Scared, Institutional Investor, June, 1999, www.instinet.com
6. Breaking Through the Complacency Barrier, www.instinet.com
7. Brokerage Firms in the U.S. Invest In Tradepoint Electronic Exchange, Wall Street Journal, May 7, 1999, www.wsj.com
8. Canadian Alternative Trading Systems To Be Regulated, July 2, 1999, www.canoe.ca
9. Concerning the Effect of Technology on the Capital Markets, Written Statement of Laura S. Unger Commissioner U.S. Securities and Exchange Commission, Subcommittee on Capital Markets, Securities, and Government Sponsored Enterprises Committee , www.sec.gov
10. Corporate Governance: Integrity In The Information Age, Tulane University New Orleans, Louisiana, March 12, 1998
11. Day trading has nothing to do with investing, Humberto Cruz, Milwaukee Journal Sentinel, May 24, 1999
12. Day trading is on rise in volatile markets, Joe Heim, November 16, 1998, The Seattle Times, www.stimes.com
13. Day trading is on rise in volatile markets, Joe Heim, The Seattle Times, November 16, 1998, www.stimes.com
14. Denis T. Rice, The internet and the cybersecurities marketplace, July 1998, www.freeadvice.com
15. Does the Internet Empower or Just Excite Investors?, Remarks by Commissioner Laura S. Unger, U.S. Securities & Exchange Commission, The Harvard Club, New York City, SEC Speech, September 10, 1999,www.sec.gov

16. Richard Y. Roberts Development of Electronic Trading on NASDAQ, , Electronic Traders Association, April 16, 1997, www.eta.org
17. Does the Internet Empower or Just Excite Investors?, Remarks by Commissioner Laura S. Unger, U.S. Securities & Exchange Commission, The Harvard Club, New York City, SEC Speech, September 10, 1999
18. E*Trade Group, Instinet Join To Offer After-Hours Trading, Wall Street Journal, August 18, 1999, www.wsj.com
19. ECN Progress Erodes Market's Dominance in Listed Stocks, Securities Industry News, August 2, 1999, www.instinet.com
20. ECNs Agree To Link: Electronic Communications Networks To Consolidate Quotes, Trades, CNNfn, September 15, 1999 http://cnnfn.com/1999/09/15/markets/q_ecnupdate/
21. Electronic-Trading Firms Generate Buzz, Few Bucks, Wall Street Journal, December 2, www.wsj.com
22. Electronic Trading Networks Taking On Staid Wall Street, Investor's Business Daily, July 13, 1999, www.instinet.com
23. Electronic Trading: SEC Weighs Tighter Control of Alternative System, Dominic Bencivenga, The New York Law Journal, June 5, 1997
24. Fidelity, Schwab plan ECN. Boston fund giant, Schwab among four partners in new ECN venture, CNNfn, July 21, 1999, www.cnnfn.com
25. Financial Literacy and Role of the Media, Remarks by Chairman Arthur Levitt, U.S. Securities & Exchange Commission at the Media Studies Center, New York, N.Y., SEC Speech, April 26, 1999
26. Franklin Allen, Anthony M. Santomero, What Do Financial Intermediaries Do? Wharton Business School, Working papers, www.wharton.edu
27. Getting to Know You: Dealing with the Wired Investor, Remarks by Commissioner Laura S. Unger, U.S. Securities & Exchange Commission at the American Society of Corporate Secretaries, Greenbrier, West Virginia, SEC Speech, June 25, 1999
28. Impact of the Internet on Securities Regulation, IOSCO 1998, www.iosco.org
29. Instinet Buys Archipelago Stake, Financial Times, July 28, 1999, www.instinet.com
30. Investor Protection In The Age Of Technology, Remarks by Chairman Arthur Levitt U.S. Securities And Exchange Commission, Salt Lake City, Utah, March 6, 1998

31. Laura Maery Gold, Dan Post, Boot Your Broker! A Do It Yourself Kit for Online Investing, QUE Corp., 1997
32. Lorin M. Hitt, Frances X. Frei Do Better Customers Utilize Electronic Distribution Channels? The Case of PC Banking Wharton Business School, Working papers, www.wharton.edu
33. Lorin M. Hitt, Frances X. Frei, Patrick T. Harker How Financial Firms Decide on Technology, Wharton Business School, Working papers, www.wharton.edu
34. Marc Beauchamp, State securities regulators highlight problems with day trading, August 9, 1999, www.nasaa.org
35. Measuring ECN Volumes--Which Way Is Up?, www.instinet.com
36. Nasdaq Extends Functions. Market To Offer Back-Office Services Later To Support After-Hours Trading, CNNfn, August 27, 1999, www.cnnfn.com
37. Report of the day trading project group, August 9, 1999, North American Securities Administrators Association, Inc., www.nasaa.org
38. Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, www.iosco.org
39. Olav Torvund, Electronic Trading - legal aspects, Oslo 1995, <http://www.jus.uio.no/iri/nrcl.html>
40. On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace, September 30, 1999, www.sec.gov
41. Online Investors: Do the Slow Die First?, Brad M. Barber, November 1999, www.gsm.ucdavis/~bmbarber
42. Plain Talk About On-line Investing, Remarks by Chairman Arthur Levitt, U.S. Securities & Exchange Commission at the National Press Club, SEC Speech, May 4, 1999, www.sec.gov
43. Privacy And Self-Regulation In The Information Age, U.S. Department Of Commerce, June, 1997
44. Regulating on Internet Time, Remarks by Commissioner Laura S. Unger, U.S. Securities & Exchange Commission, Conference on Integrating Technological Advances for Online Brokerages, New York, New York, SEC Speech, September 22, 1999. www.sec.gov
45. Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Securities and Exchange Commission Release No. 34-40760; File No. S7-12-98, www.sec.gov
46. Regulation of U.S. Equity Markets: Implications for Innovation, Competition, & Efficiency, Remarks by Laura S. Unger, Commissioner, U.S. Securities & Exchange Commission, At the Baruch Conference, SEC Speech, March 17, 1999, www.sec.gov

47. Report Of The Day Trading NASAA Project Group Findings And Recommendations, August 9, 1999
48. Risk Management for Electronic Banking and Electronic Money Activities, Basle Committee on Banking Supervision, Basle, March 1998, www.bis.org
49. Roberta S. Karmel, What Trading Systems and Exchanges?, December 18, 1997, www.ljx.com
50. Ronald L. Johnson, Investment Consultant, Day Trading: An Analysis of Public Day Trading at a Retail Day Trading Firm, www.nasaa.org
51. Recordkeeping and Reporting Requirements For Trading Systems Operated by Brokers and Dealers, US Securities and Exchange Commission, Release No. 34-35124, File No. S7-3-94, <http://www.sec.gov/rules/final/17a23.txt>
53. SEC Probes Wrongdoing At Day Trading Firms, September 16, 1999, www.canoe.ca
54. Senate To Hold Hearing On Day Trading, September 8, 1999, www.canoe.ca
55. Staff Writer Alex Frew McMillan, Why not central regulation? Streamlined oversight of stock markets may well be on its way, and needed, September 21, 1999, <http://cnfn.com/1999/09/21/markets/unified/>
56. The Convergence of Securities Law and the Internet, Michael Rowan, <http://www.smartbiz.com>
57. The Effects of Market Reform on the Trading Costs and Depths of Nasdaq Stocks, Michael J. Barclay, William G. Christie, Jeffrey H. Harris, Eugene Kandel, Working Papers, www.wharton.edu
58. The Electronic Marketplace: ECNs or No ECNs? That is the Question As Instinet Hedges Its Bets on Trading's Future, Global Investment Technology, August 30, 1999, www.instinet.com
59. The European Internet Report, June 1999, Morgan Stanley, Dean Witter Research, www.msdcw.com
60. The Internet - Will It Be the End of the Stock Market as We Know It?, Remarks by Laura S. Unger, Commissioner, U.S. Securities & Exchange Commission, Business Week Panel, National Press Club, Washington, DC, SEC Speech, June 22, 1999
61. The Internet and Financial Services, Aug 1999, Morgan Stanley, Dean Witter Research, www.msdcw.com
62. The Internet and Online Trading, www.sec.gov
63. The Internet Company Handbook, June 1999, Morgan Stanley Dean Witter Research, msdcw.com

64. Think Globally, Destroy Locally. How Instinet Plans To Dominate the World, Fortune International, August 16, 1999, www.instinet.com
65. Trading Online, Alpesh B. Patel, Financial Times (Management), Pitman Publishing, 1999.
66. U.S. Banks Put Money Into U.K. Share Trading System, Financial Times, May 7, 1999, www.instinet.com
67. What ECNs Mean To You? It's Tough For Investors To Tell, But They Can Benefit From New Markets, CnnFn, August 10, 1999, www.cnnfn.com