

# ПРАВОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ БИРЖЕВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ\*

*Е.И. ОРЛОВА, аспирантка Минского института управления*

В статье на примере ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» рассмотрены правовые проблемы биржевого регулирования фондового рынка Республики Беларусь в отношении: раскрытия информации об основных эмитентах, крупных инвесторах, участников рынка ценных бумаг; контроля за соблюдением законодательных норм и правил проведения операций на биржевом рынке. На этой основе внесены предложения по совершенствованию законодательства. Закрепления законодательством Республики Беларусь мер по защите конфиденциальной информации. О возможном использовании международного опыта, Закона Российской Федерации «О коммерческой тайне» (ст. 10), в котором четко определены меры по защите конфиденциальной информации. Предоставления фондовой бирже прав по осуществлению функций регулирования: нормативного регулирования, а также функций контроля и надзора за участниками рынка ценных бумаг. На основании чего целесообразно изложить статью 27 Закона о ценных бумагах и фондовых биржах в новой редакции.

Развитие информационных технологий, электронной торговли, интеграционных процессов сопровождается быстрыми и значительными изменениями в сфере регулирования фондового рынка. Целесообразность государственного регулирования белорусского фондового рынка обосновывается рядом факторов: фондовый рынок находится в стадии становления, признается частью кредитно-финансовой системы. По мнению Л.Н. Мороза, организация государственного регулирования рынка ценных бумаг должна осуществляться на основе разделения нормативно-регулирующих, лицензионно-разрешительных и контрольных функций. Данные функции должны реализовываться с участием всех заинтересованных органов [1]. Правовому статусу органов управления рынком ценных бумаг посвящено исследование А.Н. Крамника [2]. В юридической литературе отсутствуют монографические и диссертационные исследования, посвященные созданию системы правового регулирования фондового рынка Республики Беларусь. Попытка создать эффективный рынок ценных бумаг, основываясь только на правилах и предписаниях, не оказалась успешной. Целесообразно, на наш взгляд, перейти к новой модели регулирования рынка ценных бумаг, основанной как на жестких и детальных нормах и предписаниях, так и на договоренностях с участниками рынка, на совместных действиях и программах.

Система регулирования предполагает оптимальное сочетание государственного регулирования и саморегулирования (т.е. биржевое регулирование) фондового рынка. В связи с этим является актуальным исследование эффективности правового обеспечения биржевого рынка Республики Беларусь на примере ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа».

В современной истории белорусского финансового рынка наблюдается возрастание регулирующей функции ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». С 2001 года по настоящее время зафиксирован баланс объемов валютных и фондовых (4,1 трлн) операций [3, с.17]. Снижение в структуре биржевого оборота доли валютного рынка является следствием проделанной биржей работы по развитию электронной торговой системы, нормативной и технологической базы. Рынок на бирже является электронным и функционирует в виде универсальной автоматизированной торгово-клиринговой системы по ценным бумагам, создается единая расчетно-клиринговая система фондового рынка. В 2000 году ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» стала членом международной Ассоциации бирж стран Содружества Независимых Государств. 99,8% от суммарного объема торгов составляют сделки с государственными ценными бумагами; 0,002% – с негосударственными ценными бумагами, 0,1% – с векселями ОАО «Белтрансгаз» [4, с.3]. В целом, оценивая развитие биржевого рынка в Республике Беларусь на современном этапе, необходимо отметить неоправданные масштабы такого сегмента рынка, как государственные ценные бумаги, в который уводятся средства из реального сектора экономики.

Анализ развития биржевого рынка ценных бумаг в Республике Беларусь позволил определить направления его последующего развития: обеспечение технологического доступа к торгам широкого круга инвесторов путем создания трехуровневой функциональной структуры торгового комплекса биржи; применение современных программно-технических средств, в том числе средств криптографии, в целях обеспечения защиты информации; возможность использования электронного

\* Статья поступила в редакцию 12 апреля 2006 года.

документооборота при оформлении и исполнении сделок; создание республиканской автоматизированной системы сбора финансовой и иной отчетности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг на базе программно-технических и телекоммуникационных ресурсов биржи; изменение структуры ценных бумаг обращающихся на рынке в пользу корпоративных, муниципальных ценных бумаг; достижение социально-экономических результатов функционирования биржевого рынка.

В настоящее время издано большое количество актов, регулирующих выпуск и обращение ценных бумаг, профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. Закон о ценных бумагах и фондовых биржах (1992 г.) создал основу регулирования, способную к усовершенствованию, параллельно с развитием рыночных отношений. Необходимо отметить совершенствование законодательства по отдельным направлениям. Законом Республики Беларусь от 25 мая 2002 года №104 были внесены изменения и дополнения в Гражданский кодекс Республики Беларусь (далее – ГК), согласно которым статья 144 дополнена новыми частями следующего содержания: «*Ценные бумаги могут быть эмиссионными и неэмиссионными. Эмиссионными ценными бумагами являются облигации, акции и другие ценные бумаги, отнесенные к таковым законодательством*». Законом были также внесены изменения и дополнения в статью 908 ГК. Теперь по договору доверительного управления ценными бумагами доверительному управляющему в настоящий момент могут быть переданы денежные средства для приобретения ценных бумаг и управления ими.

В целях защиты прав инвесторов постановлением Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь от 23 июня 2003 года №7 «О внесении изменений и дополнений в Положение о порядке эмиссии и регистрации ценных бумаг на территории Республики Беларусь» установлено, что облигации могут выпускаться эмитентом (кроме банков) не только под залог имущества, но и под банковскую гарантию и (или) поручительство. Допускается эмиссия облигаций без обеспечения только в случае ее осуществления для целей финансирования инвестиционного проекта в соответствии с постановлением Комитета по ценным бумагам при Совмине Республики Беларусь от 26 декабря 2001 года №45 «Об утверждении Положения о порядке выпуска, размещения, обращения и погашения облигаций без обеспечения залогом для финансирования инвестиционных проектов».

Уточнен перечень видов профессиональной деятельности, которые могут осуществляться на рынке ценных бумаг, закрепленный постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 20 октября 2003 года №1380 «Об утверждении Положения о лицензировании профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам».

В соответствии с Законом «О депозитарной деятельности и центральной депозитарии ценных бумаг в Республике Беларусь» в республике создана и функционирует централизованная двухуровневая депозитарная система, обеспечивающая учет, хранение и формирование всех необходимых сводных данных по владельцам ценных бумаг. Из числа видов профессиональной деятельности «специализированного регистратора (независимого реестродержателя)» исключена консультационная деятельность как самостоятельный вид. Новым видом деятельности стала клиринговая деятельность, то есть учет обязательств по сделкам с ценными бумагами.

Повышению эффективности функционирования рынка ценных бумаг, усилению его контроля и прозрачности будет способствовать введение в дальнейшем института саморегулируемых организаций (СРО), которым будет делегироваться часть полномочий по регулированию рынка ценных бумаг.

Рассмотренные выше положения, касающиеся усиления эффективности функционирования рынка ценных бумаг в Республике Беларусь, по нашему мнению, должны быть внесены в качестве изменений и дополнений в Закон Республики Беларусь от 12 марта 1992 года «О ценных бумагах и фондовых биржах». Это позволит привести его в соответствие с действующим законодательством и мировой практикой развития рынка ценных бумаг.

Анализ биржевого регулирования фондового рынка, с точки зрения внешнего и внутреннего регулирования, показал недостаточно эффективное, по нашему мнению, правовое регулирование в отношении электронной торговли; раскрытия информации об основных эмитентах, крупных инвесторах; участников рынка ценных бумаг; контроля за соблюдением законодательных норм и правил проведения операций на биржевом рынке.

В отношении раскрытия информации об основных эмитентах, крупных инвесторах, участников рынка ценных бумаг в Республике Беларусь создана правовая база. Она в целом отвечает целям повышения прозрачности белорусских эмитентов, иных участников рынка ценных бумаг и доступности раскрываемой ими информации для широкого круга инвесторов. В соответствии с Законом «О ценных бумагах и фондовых биржах» Государственный комитет по ценным бумагам Республики Беларусь принял постановление от 11 ноября 2000 года «Об утверждении Правил раскрытия информации участниками рынка ценных бумаг».

Законодательством не определены конкретно меры по охране конфиденциальной информации. Это особенно важно в условиях, когда в соответствии с законодательством ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», Комитет по ценным бумагам при Совмине Республики Беларусь, другие контролирующие государственные органы собирают большой объем информации.

В целом белорусское законодательство не регламентирует процедуру истребования такой информации у субъекта хозяйствования и порядок ее последующего использования государственными органами, что в определенной мере позволяет говорить о нарушении права обладателя коммерческой тайны на ее государственную защиту. Возможность привлечения к административной ответственности лица, разгласившего коммерческую тайну, появится у ее обладателя с введением в действие Кодекса Республики Беларусь об административных правонарушениях от 23 апреля 2003 года. Субъектом административного правонарушения в соответствии с диспозицией ст. 22.13 КоАП может быть лицо, которому такая информация стала известна в связи с его профессиональной или служебной деятельностью.

В связи с этим актуальным является правовой режим защиты конфиденциальной информации, которая составляет коммерческую и служебную тайну. В соответствии с законодательством содержание и объем информации, составляющей коммерческую тайну, а также порядок ее защиты определяются руководителем субъекта хозяйствования. Однако законодательством не определены конкретно меры по охране конфиденциальной информации. На наш взгляд, целесообразно внести предложение о возможности использования международного опыта, Закона РФ «О коммерческой тайне» (ст. 10), в котором четко определены меры по защите конфиденциальной информации: определение перечня информации, составляющей коммерческую тайну; ограничение доступа к информации, составляющей коммерческую тайну, путем установления порядка обращения с этой информацией и контроля за соблюдением такого порядка; учет лиц, получивших доступ к информации, составляющей коммерческую тайну, и (или) лиц, которым такая информация была предоставлена или передана; регулирование отношений по использованию информации, составляющей коммерческую тайну, работниками на основании трудовых договоров и контрагентами на основании гражданско-правовых договоров; нанесение на материальные носители (документы), содержащие информацию, составляющую коммерческую тайну, грифа «Коммерческая тайна» с указанием обладателя этой информации. Данная норма, полагаем, может быть воспринята белорусским законодательством. На этой основе Комитету по ценным бумагам при Совмине Республики Беларусь следует рекомендовать определить требования к организатору торговли в сфере раскрытия информации. А также установить требования к порядку хранения и защиты информации.

С целью эффективного привлечения инвестиций в экономику страны государство посредством гибкого правового регулирования устанавливает механизм контроля фондового рынка страны, в том числе за состоянием, функционированием и развитием биржевого рынка ценных бумаг, деятельностью организатора торгов. Эти функции

выполняются Комитетом по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь. В соответствии с действующим законодательством локальные акты ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», регулирующие порядок обращения различных видов ценных бумаг, проходят согласование с государственными органами, осуществляющими контрольные и надзорные функции.

Государственный контроль носит жесткий характер, его осуществляют большое количество государственных органов. При осуществлении контролируемыми государственными органами, в том числе Комитетом по ценным бумагам, текущего мониторинга за состоянием рынка ценных бумаг, позволяющего в режиме реального времени отслеживать и анализировать ход биржевых торгов, отсутствуют установленные законодательством критерии определения нестандартных сделок. Это не позволяет эффективно принимать превентивные меры по предотвращению дестабилизации отношений на рынке ценных бумаг, например, проверки нестандартных сделок на предмет манипулирования ценами или на предмет использования при их совершении служебной информации. В связи с этим необходимо, по нашему мнению, рекомендовать Комитету по ценным бумагам определить критерии нестандартных сделок.

Анализ внутреннего биржевого регулирования показал, что внутренние документы биржи соответствуют законодательству и приняты в объеме прав, представленных бирже. Так, в соответствии с Законом о ценных бумагах (ст. 27) фондовая биржа самостоятельно вырабатывает и утверждает порядок совершения сделок в торговом зале, расчетов и учета по сделкам, различные правила и другие документы, связанные с деятельностью биржи. Это позволило осуществлять наиболее эффективно биржевое регулирование путем принятия внутренних документов по направлениям отбора участников рынка ценных бумаг и функционирования торговой системы. Например, основными внутренними документами в этой сфере являются Правила членства в Секции фондового рынка и Правила листинга ценных бумаг. Регулирование торгового процесса осуществляется локальными актами биржи. Таким образом находит реализацию одна из функций регулирования – функция нормативного регулирования. Однако статья 27 Закона о ценных бумагах не определяет права биржи по реализации контрольных и надзорных функций за участниками рынка ценных бумаг. Это не позволило сформировать структуру и организацию функционирования системы контроля биржи за сделками с ценными бумагами, заключенными в течение торговой сессии, а также за участниками торгов и эмитентами, ценные бумаги которых включены в котировальные листы биржи.

В ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» создана автоматизированная система, обеспечивающая непрерывное в течение торговой

сессии отслеживание организатором торговли цен, объемов и характера регистрируемых заявок и сделок в торговой системе (мониторинг). Однако, по нашему мнению, мониторинг осуществляется недостаточно эффективно. Комитету по ценным бумагам следует рекомендовать разработать требования к системе мониторинга и контроля выставляемых заявок и совершаемых сделок в торговой системе организатора торговли. По нашему мнению, эти требования должны содержать следующие положения:

1. Система мониторинга должна технически обеспечивать (ведения мониторинга по выделенным критериям нестандартных сделок; режим непрерывного поступления информации о текущем состоянии хода торгов и нестандартных сделках на удаленный терминал, устанавливаемый в контролирующих государственных органах;

2. Параметры критериев устанавливаются в зависимости от периода торгового дня и статуса ценной бумаги;

3. Организатор торговли вправе исключить или добавить в таблицу критериев нестандартных сделок сочетания критериев, при которых сделки квалифицируются как нестандартные.

На этой основе, полагаем, бирже следует разработать регламент проведения мониторинга, в том числе установить в локальном акте биржи критерии нестандартных сделок, порядок проведения их проверок.

Необходимо отметить, что ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» осуществляет контроль за участниками торгов и эмитентами путем сбора и анализа финансовой отчетности и сведений о существенных фактах и событиях. Участники торгов и эмитенты представляют бирже сведения и документы на основе национального законодательства и внутренних документов биржи.

Комитету по ценным бумагам необходимо, по нашему мнению, разработать требования к системе контроля участников торгов и эмитентов. На этой основе ОАО «Белорусская валютно-

фондовая биржа» следовало бы принять регламент контроля за участниками торгов и эмитентами путем сбора и анализа финансовой отчетности и сведений о существенных фактах и событиях.

В целях эффективного осуществления указанного контроля, на наш взгляд, целесообразно: 1) сформировать отдельное структурное подразделение (назначить уполномоченных сотрудников); 2) создать автоматизированную систему, обеспечивающую эффективное непрерывное в течение торговой сессии отслеживание организатором торговли цен, объемов и характера регистрируемых заявок и сделок в торговой системе (мониторинг); 3) обеспечить контроль за участниками торгов и эмитентами путем сбора и анализа финансовой отчетности; 4) разработать и принять внутренние документы биржи – регламенты мониторинга и контроля за сделками с ценными бумагами во всех режимах торгов, участниками торгов и эмитентами; порядок проведения проверок нестандартных сделок; перечень мер по предотвращению манипулирования ценами; перечень мер по предотвращению неправомерного использования служебной информации; кодекс мер дисциплинарного воздействия на участников торгов при нарушении ими правил организатора торговли; таблицу критериев нестандартных сделок.

Полагаем необходимым закрепить за фондовой биржей права по осуществлению контрольных и надзорных функций. На этом основании целесообразно изложить статью 27 Закона о ценных бумагах в новой редакции: «Фондовая биржа самостоятельно вырабатывает и утверждает порядок совершения сделок в торговом зале, расчетов и учета по сделкам, различные правила и другие документы, связанные с деятельностью биржи, осуществляет контроль и надзор за участниками рынка ценных бумаг». Комитету по ценным бумагам следует разработать и принять: Положение о требованиях к организатору торговли ценными бумагами; Положение о системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Мороз Л.Н. Правовые основы рынка ценных бумаг. Учеб. пособие. Мн.: ТетраСистемс, 1996. С. 99–110.
2. Административно-правовые основы государственного управления: Учеб. пособие / Общ. ред. А.Н. Крамника. Мн.: Тесей. 2004. С. 545–550.
3. ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа»: 4 года работы на фондовом рынке // Белорусский фондовый рынок. 2003. №5. С. 17–19.
4. Фондовый рынок Беларуси в 2004 году // Белорусский фондовый рынок. 2005. №1. С. 2–6.

## SUMMARY

Based on the example of a public corporation called «Belarusian currency stock exchange» the problems of regulating the stock market of the Republic of Belarus that concern revealing the information about the main issuers, major investors and the equity market participants as well as controlling the observance of legislation norms and the rules of conducting operations on stock market are examined. Based on the above suggestions are made on improving the legislation, on strengthening the measures directed at the defense of confidential information through the legislation of the Republic of Belarus and on the possibility of using international experience. Particular attention is given to the Law of Russian federation on «Commercial secret» (page 10) in which the measures of defending confidential information and the provision to the stock exchange of the rights to conduct normative regulating functions as well as control functions and the supervision over equity market participants are defined clearly. Based on the above it is advisable to revise article 27 of the law on equity and stock exchange.