

**МИНИСТЕРСТВО ЮСТИЦИИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН
ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЮРИДИЧЕСКИЙ
ИНСТИТУТ**

С.С.ГУЛЯМОВ

**ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА
ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ
УЗБЕКИСТАН**

ТАШКЕНТ – 2013

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
ГЛАВА I. ПОНЯТИЕ И ВИДЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 1.1. Понятие, сущность и роль рынка ценных бумаг в современных условиях.....	8
§ 1.2. Виды рынка ценных бумаг и их правовые характеристики.....	20
ГЛАВА II. ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 2.1. Законодательное регулирование рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан.....	28
§ 2.2. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан.....	36
ГЛАВА III. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 3.1. Общеправовая характеристика участников рынка ценных бумаг....	49
§ 3.2. Институты саморегуляции рынка ценных бумаг.....	62
ГЛАВА IV. ПРАВОВЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ И ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 4.1. Понятие и правовые характеристики ценной бумаги.....	77
§ 4.2. Классификация ценных бумаг.....	83
ГЛАВА V. ПРАВОВАЯ ПРИРОДА ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 5.1. Правовая природа производных ценных бумаг.....	92
§ 5.2. Виды производных ценных бумаг и особенности их обращения.....	108
ГЛАВА VI. ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 6.1. Выпуск ценных бумаг.....	140
§ 6.2. Запрещение или приостановка выпуска ценных бумаг.....	148
ГЛАВА VII. ЗАЩИТА ПРАВ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 7.1. Законодательная регламентация и способы обеспечения прав участников рынка ценных бумаг.....	154
§ 7.2. Компетенция государственных органов в области защиты прав участников рынка ценных бумаг.....	160

ГЛАВА VIII. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	
§ 8.1. Понятие раскрытия информации, необходимость раскрытия, виды и формы раскрытия информации.....	165
§ 8.2. Законодательные требования к раскрытию информации на рынке ценных бумаг.....	186
ТЕСТЫ ПО ПРЕДМЕТУ "ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН.....	208
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	332

Гулямов С.С. Правовые основы функционирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан. Учебное пособие. – Т.: ТГЮИ, 2013. – 256 с.

Ответственный

редактор: Доктор юридических наук, профессор О.Окюлов

Рецензенты: Доктор юридических наук И.Насриев

Кандидат юридических наук, доцент Ж.Юлдашев

В данном учебном пособии раскрыты теоретические и практические вопросы понятия и видов ценных бумаг, деятельность участников рынка ценных бумаг и их правовой статус, а также правовое регулирование рынка ценных бумаг. В книге осуществлен всесторонний и сравнительный анализ действующей законодательной базы и правоприменительной практики экономически развитых государств.

Учебное пособие предназначено для студентов, магистрантов, докторантов и соискателей в сфере юриспруденции, а также сотрудников фондовых бирж и всех читателей интересующихся вопросами регулирования рынка ценных бумаг.

In this book theoretical and practical questions of a concept and types of securities, activities of participants of the security market and their legal status, also legal regulation of the security market are analyzed. In the book the comprehensive and comparative analysis of the current legislation and law-enforcement practice of economically developed states are performed.

The edition is intended for researchers, teachers, postgraduates and students of law universities, experts in the field of security markets and all readers interested in questions of regulation of the security market.

© С.С.Гулямов 2013.

© Ташкентский государственный юридический институт, 2013.

ВВЕДЕНИЕ

Совершенствование рынка ценных бумаг, в том числе его правового обеспечения выступает одной из стратегических задач развития Узбекистана на современном этапе реформ. Преимущества ликвидного и волатильного рынка ценных бумаг очевидны, поскольку этот сегмент финансового рынка позволяет достичь целого ряда ключевых задач, таких как, эффективное распределение капитала, страхование рисков, выход на мировые рынки, что в своей совокупности в условиях становления рыночной экономики в Узбекистане является одним из основных приоритетов современной экономической политики.

Как отмечает по этому поводу Президент Республики Узбекистан И.А. Каримов, "Первостепенной задачей является обеспечение интеграции фондового рынка Узбекистана в международный рынок капитала посредством совершенствования правовой базы и механизма участия иностранных инвесторов на отечественном рынке ценных бумаг, разработки правовых и организационных основ размещения акций узбекских эмитентов на зарубежных рынках ценных бумаг, активизации сотрудничества с ведущими инвестиционными институтами мира и совершенствования стандартов регулирования на рынке ценных бумаг"¹.

При этом, несмотря на наличие значительной нормативно-правовой базы и высоких экономических показателей развития отечественного рынка ценных бумаг² существует целый комплекс экономико-правовых проблем, которые требуют своего разрешения.

Так, в качестве основных проблем рынка ценных бумаг в Узбекистане выделим: несовершенство действующего законодательства; относительно низкий уровень развития рыночных механизмов; недостаточное использование

¹ Каримов И. А. Достижение устойчивого прогресса – приоритетная задача: Доклад на заседании Кабинета Министров РУз, 25 февраля 1998г. // Народное слово. – 26.02.1998г.

² Например, если за 1994г. биржевой рынок акций составил всего 31 млн. сум., то за 2005г. оборот биржевого рынка достиг 41,2 млрд. сум. В общей сложности на 1 января 2006г. осуществлено 13386 выпусков акций общим объемом 3406,2 млрд. сум. См.: Информационно-аналитический бюллетень Госкомимущества РУз по итогам 1 полугодия 2004 г. – Т., 2004г.

преимуществ ценных бумаг и фондовых бирж; незначительное количество кредитоспособных участников отечественного финансового рынка; ограниченное влияние институтов саморегуляции на рыночные процессы в данной сфере, а также наличие ряда законодательных и практических ограничений, как то, жесткий государственный контроль за фондовым рынком и необоснованное в ряде случаев вмешательство государства в рыночные процессы.

Важно учитывать то, что мировой опыт развития фондового рынка со всей очевидностью показывает, что система функционирования рынка ценных бумаг нуждается в сбалансированном государственном регулировании. Более того, без детализированных научных подходов, эффективной практики регулятивных начал, наличия унифицированных законодательных норм, регулирующих эмиссию и обращение ценных бумаг, их широкое и неконтролируемое обращение может повлечь систематические кризисы, что представляет большую опасность для экономической системы любого государства и в первую очередь стран с переходной рыночной экономикой.

Иными словами концепция регулирования рынка ценных бумаг в Узбекистане должна основываться на сбалансированном сочетании государственного контроля и регулирования со стороны институтов саморегуляции, что позволит обеспечить паритет интересов участников рынка и государства.

Кроме того, действующее законодательство о ценных бумагах представлено преимущественно подзаконными актами ведомственного характера. Как нам видится, важность для отечественной экономики, а равно многогранность и сложность данных правоотношений обуславливают необходимость обеспечения систематизации и совершенствования законодательной базы в этой области.

Полагаем, также необходимо стимулировать дальнейшую диверсификацию видов ценных бумаг посредством правовой детализации возможности широкого внедрения в отечественный фондовый рынок новых

видов ценных бумаг – деривативов, депозитарных расписок и др.

Важно также создать эффективные и надежные законодательные основы широкого внедрения общепринятых международных стандартов, регулирующих рынок ценных бумаг в практику отечественных участников рынка; интеграции отечественного фондового рынка в международные системы расчетов и клиринга по ценным бумагам, электронной торговли и оказания депозитарных услуг; привлечения на национальный рынок независимых международных рейтинговых агентств и аналитических компаний.

Необходимо законодательное стимулирование внедрения электронного документооборота при совершении сделок с ценными бумагами, создание и внедрение электронной системы информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг, как неременного условия прозрачности рынка и свободного обмена информацией.

Таким образом, со всей очевидностью явствует необходимость выработки единой концепции законодательного регулирования фондового рынка в Узбекистане, формирования приоритетных направлений совершенствования системы правового обеспечения в данной сфере и определения роли и места института ценных бумаг в отечественной цивилистике.

Следовательно, соответствующее правовое обеспечение – одно из основополагающих условий поступательного развития рынка ценных бумаг в Узбекистане. Все это и определяет необходимость поиска путей и методов выработки единого правового подхода к пониманию юридической природы отношений на фондовом рынке, что само по себе является довольно трудной задачей, учитывая значительную сложность и многогранность данного феномена экономической и правовой науки.

Г л а в а I.

ПОНЯТИЕ И ВИДЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 1.1. Понятие, сущность и роль рынка ценных бумаг в современных условиях

Рынок ценных бумаг играет важную роль в организации процесса реформирования отечественной экономики. С его помощью обеспечивается мобилизация свободных средств населения, предприятий, организаций и направление их на развитие различных сфер экономики.

Общеизвестно, что именно эффективный фондовый рынок является ключевым механизмом развития рыночной экономики, поскольку предоставляет возможность привлечения инвестиций и перераспределения капитала. Ликвидный и волатильный фондовый рынок является основным поставщиком инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. При помощи фондового рынка обеспечивается решение многих макроэкономических проблем, среди которых особое значение имеет проблема экономического роста¹.

Следует отметить, что в Узбекистане фондовый рынок пока только начинает приближаться к выполнению своих макроэкономических функций². Приходится констатировать, что, несмотря на относительно высокие темпы развития отечественного рынка ценных бумаг, его капитализация остается все еще недостаточной для использования всех преимуществ современных инструментов фондового рынка.

В настоящее время можно уверенно говорить о формировании в Узбекистане современной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Не вызывает сомнения и жизнеспособность этого рынка. Тем не менее, международный опыт свидетельствует о необходимости постоянной адаптации сложившейся рыночной инфраструктуры к требованиям развивающейся национальной

¹ Bernard S. Black The legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets // UCLA Law Review. – 2001. № 48. – P. 786.

² См. подробнее: Broadman H. Competition, Corporate Governance and Regulation in Central Asia: Uzbekistan's Structural Reform Challenges. – The World Bank Europe and Central Asia Regional Operations Poverty Reduction and Economic Management Department <http://www.wbrd.com>

экономики.

Вхождение в мировой фондовый рынок требует соответствия ряду требований к инфраструктуре национального рынка¹, финансовой и валютной политике, государственному регулированию и иным критериям, предъявляемым международным бизнес сообществом². Достижение этого результата единственно возможно лишь при органичном сочетании двух составляющих: экономики и права.

С проблемами развития фондового рынка сталкивались все страны. Решение проблем в США и Европе начала XXв. в значительной мере сводилось к созданию адекватной реалиям системы нормативного регулирования рынка ценных бумаг и инвестиционной деятельности.

Государственная политика этих стран на рынке ценных бумаг была направлена, прежде всего, на достижение следующих целей: снижение инвестиционных и операционных рисков (как правило, за счет введения ограничений на деятельность участников рынка и разделения видов деятельности); увеличение прозрачности рынка (как в части финансовой отчетности эмитентов, так и в части операций профессиональных участников рынка и инвесторов); повышение защиты инвесторов, в первую очередь мелких частных инвесторов.

Современные страны с развивающимися рынками, в первую очередь стараются преодолеть узость внутренней базы для инвестиций и осуществляют государственную политику привлечения иностранных инвестиций. Следует выделить две разновидности этой политики, свойственной странам Латинской Америки, с одной стороны, и странам Юго-Восточной Азии – с другой.

Страны Латинской Америки в целом проводят более открытую политику,

¹ По состоянию на начало 2004г. в РУз действовали 103 инвестиционных посредника, 33 депозитария, 52 реестродержателя и 11 инвестиционных компаний. В общей сложности, в республике зарегистрированы 302 инвестиционных института, из которых 138 (46%) расположены в г. Ташкенте. Информационно-аналитический бюллетень Госкомимущества РУз "Приватизация и развитие класса собственников" по итогам 1 полугодия 2004 г. – Т., 2004г.

² См. подробнее: Armando R. Morales. Monetary Implications of Cross-Border Derivatives for Emerging Economies // International Monetary Fund Working Paper. – 2001. WP/01/58 <http://www.imf.org>; Roberth M. Heath. The Statistical Measurement of Financial Derivatives // International Monetary Fund Working Paper. – 1998. WP/98/24 <http://www.imf.org>

предполагающую активную интеграцию в мировой финансовый рынок. В результате формируется высокоразвитый финансовый рынок и, соответственно, высокий объем привлекаемых инвестиционных ресурсов, поставляемых крупнейшими мировыми инвесторами.

Правительства азиатских стран, в свою очередь, исходят из отсутствия в этих странах внутреннего капитала и предельно низкой стоимости всех предприятий. Поэтому в качестве базовой берется модель развития, ориентированная исключительно на приток иностранных инвестиций. В то же время принимаются меры для того, чтобы избежать скупки иностранцами всей национальной экономики по бросовым ценам.

Однако как указывают некоторые исследователи рынок ценных бумаг Узбекистана наиболее динамичен в своем развитии по отношению к другим странам региона. Так, Н.Б. Козлов утверждает, что "несмотря на то, что рынок ценных бумаг Узбекистана находится на начальной стадии своего формирования, эти процессы происходят на достаточно высоких темпах"¹.

Важнейшая проблема современного этапа развития фондового рынка в Узбекистане – его отставание от темпов формирования внутренних инвестиционных ресурсов и растущей потребности их перераспределения на цели экономического роста. Фондовый рынок республики в настоящее время не выполняет своей основной функции по аккумуляции сбережений и превращению их в инвестиции. В то же время данный рынок обладает огромным потенциалом развития, в том числе в части финансирования предприятий.

В странах с развитыми финансовыми рынками роль рынка ценных бумаг в обеспечении экономики финансовыми ресурсами в настоящее время возрастает. За последнее десятилетие, по данным Merrill Lynch, в США доля акций в общем объеме финансовых активов выросла с 27 до 48%, в то время как доля кредитов снизилась с 54 до 10%. В европейских странах доля акций в

¹ Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах.– М.: Российская академия наук, 2002. – С.110.

общем объеме финансовых активов за тот же период выросла с 10 – 15% (по разным странам) до 24% в объединенной Европе. В Японии за этот же период существенно увеличилась доля облигаций (с 30 до 43%). Эти данные в целом свидетельствуют о том, что рынок ценных бумаг в развитых странах является одним из основных источников финансирования инвестиций в реальном секторе экономики.

Отличие отечественного фондового рынка от развитых рынков ценных бумаг состоит, прежде всего, в уровне риска, с которым сталкивается инвестор. Инвестор – главный предприниматель рынка ценных бумаг. Именно его действиями, определяемыми постоянным выбором наиболее эффективного приложения находящихся в его распоряжении финансовых ресурсов, обусловлено совершенствование инфраструктуры рынка ценных бумаг, ключевых инвестиционных институтов, инструментов и механизмов. Ключевой параметр для инвестора в процессе принятия решения – уровень риска. Инвестиционные ресурсы перераспределяются в пользу тех стран и рынков, которые характеризуются снижением уровней инвестиционного риска.

В значительной мере эффективность функционирования рынка ценных бумаг оценивается уровнем риска, который несет инвестор. Можно сказать, что в современных условиях это ключевое звено решения большинства задач в области развития фондового рынка. Инвестиционные риски весьма разнообразны. Ряд рисков формируется за пределами рынка ценных бумаг и связан с особенностями макроэкономического развития страны. Эти риски лишь частично управляемы за счет инструментов, присутствующих на рынке ценных бумаг. Другая группа рисков связана с эмитентами конкретных инструментов, обращающихся на рынке ценных бумаг. Именно эта группа рисков в наибольшей степени управляется технологиями, применяемыми на рынке ценных бумаг. Значительный вклад в снижение этой группы рисков вносят профессиональные участники рынка ценных бумаг, экономические функции которых в национальной экономике предполагают в том числе снижение индивидуальных рисков инвесторов. В то же время, содействуя

снижению рисков данной группы, они порождают новые виды рисков, связанных с функционированием самого рынка ценных бумаг и его институтов, которые также нуждаются в ограничении.

Фондовый рынок является важнейшим механизмом рыночной экономики, предоставляющим возможность привлечения инвестиций и перераспределения капитала. Эффективно работающий фондовый рынок является основным поставщиком инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики.

Все большее значение в современных условиях приобретает секьюритизация. В широком смысле секьюритизацию можно определить как "повышение роли ценных бумаг как формы заимствований"¹.

Рынок ценных бумаг выполняет функции, которые условно можно разделить на две большие группы:

1. Общерыночные функции, обычно присущие любому рынку:

– информационная функция – обеспечение участников рыночной информацией об объектах и участниках торговли;

– регулирующая функция – выработка правил торговли, порядок урегулирования споров, установление приоритетов и органов контроля;

– коммерческая функция – получение прибыли от операций на рынке;

– ценовая функция – обеспечение процесса образования цены и ее непрерывного движения;

2. Специфические функции, которые отличают фондовый рынок от других рынков:

– перераспределение денежных средств между отраслями, перевод сбережений из непроизводительной сферы в производительную, финансирование дефицита государственного бюджета без выпуска дополнительных бумажных денег;

– страхование ценовых и финансовых рисков с помощью производных финансовых инструментов).

¹ Доунс Дж., Гудман Дж. Финансово-инвестиционный словарь. – М.: Инфра-М, 1977. – С 452.; Федоров Б.Г. Англо-русский толковый словарь валютно-кредитных терминов. – М.: Финансы и статистика, 1992. – С. 185.

Кроме того, целями проводимых операций на фондовом рынке являются:

- формирование и увеличение капитала;
- привлечение заемных средств для использования в инвестициях;
- получение денежных доходов от операций с ценными бумагами;
- получение прибыли от инвестиций в фондовые инструменты;
- участие в уставном капитале акционерного общества для контроля над собственностью;
- использование ценных бумаг в качестве залога и т.д.

Появление новых финансовых продуктов, усложнение операций с ценными бумагами расширяют возможности их использования для достижения тех целей, которые перед собой ставит тот или иной участник фондового рынка.

Для обеспечения экономического роста фондовый рынок должен обеспечивать превращение сбережений в инвестиции. Превратить отечественный фондовый рынок в механизм превращения инвестиций в сбережения – одна из важнейших задач современного этапа социально-экономических реформ. Актуальность этой задачи обусловлена важностью достижения экономического роста. Предприятия объективно нуждаются в средствах для развития производства. Прежде всего, повышается заинтересованность в инвестировании в связи с ростом загрузки производственных мощностей и их старением. Кроме того, наблюдается исчерпание возможностей финансирования инвестиций предприятиями за счет привычных источников – собственных средств, средств предприятий своей отрасли, государственных ресурсов.

Поэтому объективно усиливается потребность в эффективном механизме превращения сбережений в инвестиции, развитие которого может стать основой формирования новой модели экономического развития. В настоящее время такой моделью эффективного развития экономики признана инвестиционная модель. Другими словами дальнейший экономический рост возможен на основе увеличения инвестиций. Для реализации инвестиционной

модели экономического развития должны произойти качественные изменения в структуре источников инвестиций. Рост инвестиционной активности предприятий в настоящих условиях может осуществляться за счет увеличения привлечения частных инвестиций на финансовом рынке. Собственные средства предприятий, являвшиеся основным источником инвестиций в основной капитал приобретают дополнительные ограничения, ужесточающиеся в периоды ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры. Ресурсы государственного бюджета ограничены ввиду необходимости финансирования социальных программ, а также вследствие необходимости снижения налогового бремени на предприятия для стимулирования экономического роста. Поэтому обеспечение роста инвестиций в ближайшие годы должно в первую очередь осуществляться за счет использования средств частных инвесторов, перераспределяемых посредством рынка капитала и других секторов финансового рынка.

Кардинальные изменения в природе экономического роста и структуре источников инвестиций объективно повышают роль фондового рынка как механизма привлечения инвестиций. Такой механизм является необходимой составной частью любой рыночной экономики. Без развития эффективного фондового рынка трудно сформировать полноценную рыночную экономику, невозможно поступательное экономическое развитие страны.

Основной целью развития фондового рынка в современных условиях является формирование эффективного механизма привлечения и перераспределения капитала, стимулирующего инвестиционную активность, усиливающего позиции страны на мировом рынке. Применительно к текущей ситуации, фондовый рынок должен превратиться в механизм привлечения инвестиций и перераспределения капиталов.

Стратегия привлечения инвесторов на фондовый рынок в среднесрочной перспективе будет ориентирована прежде всего на массового инвестора. В долгосрочной перспективе только внутренних ресурсов недостаточно для обеспечения устойчивого экономического роста, поэтому привлечение

иностранных инвестиций также является составной частью государственной политики на рынке ценных бумаг. Необходимо создавать условия для прихода всех категорий инвесторов. Но создание внутренней широкой инвестиционной базы является необходимым предварительным условием массового прихода иностранных инвесторов и одновременно выступает в качестве основного фактора определяющего устойчивость национального рынка. Поэтому в тактическом плане требуется обеспечить существенное расширение спроса со стороны внутреннего инвестора, после чего максимально расширять структуру инвесторов.

Существенной проблемой остается высокий уровень барьеров доступа мелких инвесторов на фондовый рынок. Одним из методов снижения этих барьеров является развитие индустрии коллективных инвестиций. Институты коллективных инвестиций традиционно считаются наиболее привлекательными для мелких инвесторов которые не могут эффективно участвовать в инвестиционных процессах напрямую, как по причине недостаточности средств, так и из-за недостаточности знаний и информированности. В этой связи коллективные инвестиции являются эффективным механизмом сокращения риска мелких частных инвестиций, предоставляя возможности доступа к информации, профессиональному управлению активами, а также возможности по диверсификации портфеля. В то же время обеспечение эффективного функционирования этих институтов является непосредственной задачей регулятора рынка.

Создание широкой инвестиционной базы фондового рынка будет способствовать повышению его емкости и устойчивости. Улучшение этих двух ключевых характеристик является необходимым условием для превращения фондового рынка в механизм финансирования экономического роста.

Кроме проблемы обеспечения устойчивого экономического роста фондовый рынок может и должен более активно использоваться при решении и других ключевых проблем социально-экономического развития страны. Фондовый рынок может быть особенно эффективен в обеспечении

необходимой эффективности перелива капитала между секторами экономики. Кроме того, интенсивное развитие фондового рынка является необходимым условием проведения преобразований в других областях социально-экономического развития: для улучшения уровня благосостояния населения, повышения доходов бюджета (в части поступлений от приватизации и в части налоговых поступлений) и т.д.

В настоящее время сформировались необходимые экономические предпосылки для ускорения процессов межотраслевых переливов капитала. В перспективе, многие эффективные собственники, накопив достаточный объем капитала, задумаются о расширении границ своего бизнеса, в том числе за счет поглощения других, менее мощных предприятий. Использование фондового рынка, как наиболее цивилизованного механизма законного перераспределения собственности, будет способствовать повышению эффективности структуры экономики, защищенности эффективных собственников с одновременным облегчением процесса перераспределения собственности в пользу более эффективных собственников. Межотраслевое перераспределение капитала с использованием механизмов фондового рынка способно существенно повысить не только эффективность, но и интенсивность этого процесса. Перераспределение капитала, основанное на возможностях фондового рынка является существенно более эффективной альтернативой по сравнению с перераспределением капитала, основанном на государственном вмешательстве в экономику.

Более активное использование механизмов и инструментов фондового рынка позволило бы существенно повысить эффективность инвестиционной деятельности крупнейших предприятий. Именно фондовый рынок может способствовать выявлению эффективных собственников, обеспечивать им защиту от нерыночных методов конкуренции. Созданная инфраструктура фондового рынка уже сейчас может выступить наиболее эффективным средством проведения структурной реформы. Регулирование фондового рынка должно обеспечить необходимую свободу перелива капитала.

При этом, важнейшей чертой развития фондового рынка является повышение его стабильности. Стабильность рынка может быть определена как устойчивость рынка, его защищенность от негативного воздействия мировых кризисов. В основе повышения устойчивости рынка лежит формирование широкой базы внутренних инвесторов.

Повышение стабильности национального рынка создает предпосылки для прихода более крупных мировых инвесторов, ведет к качественным изменениям в структуре инвесторов, повышая долю долгосрочных инвесторов.

Особая роль в развитии фондового рынка принадлежит мероприятиям, направленным на обеспечение уважения интересов инвесторов со стороны эмитентов ценных бумаг. Совершенствование корпоративного управления, как показывает опыт, кардинальным образом влияет на повышение устойчивости фондового рынка за счет привлечения инвестиций крупнейших мировых инвесторов.

Таким образом, практика подтверждает, что, несмотря на проделанную к настоящему времени значительную работу по созданию правовой основы регулирования рынка ценных бумаг, инвесторы зачастую не могут получить эффективной защиты в случае противоправных посягательств на их права и законные интересы. Некоторые вопросы деятельности на фондовом рынке в настоящее время практически не урегулированы, что существенно затрудняет применение даже существующего законодательства и подтверждает необходимость дальнейших усилий по укреплению институциональной и правовой основы регулирования рынка ценных бумаг.

Совершенствование отечественного рынка ценных бумаг требует активного развития законотворческого процесса в данной сфере. Крайне важным в данном вопросе является необходимость достижения согласованности различных нормативных актов, что требует устранения имеющихся противоречий между законодательством о рынке ценных бумаг, законодательством об акционерных обществах и законодательством о разгосударствлении и приватизации.

Вышеизложенное свидетельствует о необходимости принятия дополнительных мер по повышению эффективности системы надзора и правоприменения на рынке ценных бумаг. Реализация данного комплекса мер позволит существенно повысить уровень отечественного фондового рынка и создаст благоприятные условия для развития экономики страны в целом.

Кроме того, на сегодняшний день приобретает особое значение вопросы интеграции отечественного фондового рынка в международную системы рыночного хозяйствования.

Проявляется тенденция интернационализации рынков. В последнее десятилетие развитие мировой экономики определялось рядом новых тенденций, к которым относят, прежде всего, технологическую революцию, вызванную широким применением компьютеров и новых средств связи. Переход большинства стран к рыночной экономике сопровождается массовой приватизацией собственности, либерализацией торговли и финансовых услуг.

Ядром глобализации является развитый рынок капиталов. Положительная сторона глобализации фондовых рынков – это секьюритизация, связанная с увеличением ликвидности. Она способствует стиранию финансовых границ, наиболее рациональному использованию капитала, но дает возможность обращения к производным финансовым инструментам, которые очень трудно контролировать. Процесс секьюритизации является отличительной чертой развития современного рынка капитала.

Интеграция в международные рынки ценных бумаг должна осуществляться посредством:

- реализации проекта выпуска и размещения американских или глобальных депозитарных расписок, выпускаемых на ценные бумаги узбекских эмитентов;
- внедрения общепринятых международных стандартов и рекомендаций международных организаций в практику работы отечественных участников рынка ценных бумаг;

– привлечения на отечественный рынок международных рейтинговых агентств;

– размещения ценных бумаг узбекских эмитентов на международных биржевом и внебиржевом рынках капитала путем включения в листинги крупнейших фондовых бирж акций и облигаций эмитентов Республики Узбекистан;

– создания и внедрения электронной системы информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг, обеспечивающей прозрачность рынка и свободный обмен информацией;

– интегрирования в международные системы расчетов и клиринга по ценным бумагам, электронной торговли и оказания депозитарных (кастодиальных) услуг.

Следует отметить, что некоторая работа в этом направлении уже ведется. Так, был введен в действие ряд новых видов инвестиционных институтов, которые увеличили возможности участия на рынке ценных бумаг широкого круга инвесторов, включая население, и приблизили к международным стандартам проводимые операции с ценными бумагами, что заложило основы для интеграции рынка ценных бумаг Узбекистана в международный рынок капиталов. К их числу можно отнести создание Электронной системы внебиржевых торгов ценными бумагами "Элсис-савдо"¹.

Таким образом, с учетом общих мировых тенденций либерализации регулирования рынка ценных бумаг, представляется целесообразным пересмотреть ряд вопросов государственного воздействия на рынок ценных бумаг в Узбекистане в целях обеспечения его большей мобильности, динамичности и свободного передвижения капитала. Это позволит повысить инвестиционную привлекательность отечественного фондового рынка, как для отечественных капиталовложений, так и зарубежных.

¹ Так, на первичном фондовом рынке через ЭСВТ "Элсис-савдо" за 1998 г. реализовано 121 716 акций 120 акционерных обществ по 38 отраслям народного хозяйства на общую сумму 76,4 млн. сум, заключено 3793 сделки купли-продажи, в том числе 3696 сделок с физическими лицами.

§ 1.2. Виды рынка ценных бумаг и их правовые характеристики

Классификации рынков ценных бумаг в значительной степени схожи с классификациями видов самих ценных бумаг. В зависимости от географического распространения различают международные, региональные и национальные рынки ценных бумаг; в зависимости от вида ценных бумаг различают рынки определенных финансовых инструментов (акций, облигаций и прочих), рынки государственных и корпоративных ценных бумаг, рынки основных и производных ценных бумаг и прочие классификации. Смысл любой классификации фондового рынка определяется ее практической значимостью.

Рынок ценных бумаг делится на первичный и вторичный. Первичный рынок – продажа ценных бумаг нового выпуска их эмитентами с целью привлечения дополнительных капиталовложений. Вторичный рынок – продажа либо покупка посредниками выпущенных в обращение ценных бумаг. Таким образом, на вторичный рынок ценные бумаги попадают после того, как они уже были проданы на первичном.

Первичный рынок ценных бумаг характеризуется тем, что на нем происходит эмиссия ценных бумаг. К эмиссии часто прибегают в случаях, приватизации, расширения деятельности, либо при необходимости привлечения дополнительных капиталовложений.

Бумаги, приобретенные инвесторами при эмиссии, могут быть перепроданы. Такие сделки купли-продажи ранее выпущенных бумаг совершаются на вторичном рынке.

Традиционно в странах с развитым фондовым рынком по своему объему вторичный рынок превосходит первичный. Большинство операций с ценными бумагами осуществляется именно на фондовых биржах.

Вторичный фондовый рынок в экономически развитых странах является также инструментом для осуществления спекулятивной деятельности и источником получения спекулятивной прибыли. Эту возможность, предоставляемую вторичным рынком, широко используют профессиональные участники фондового рынка.

В Узбекистане общий оборот рынка ценных бумаг (акции приватизированных предприятий, акции прочих эмитентов, коммерческих банков и корпоративные облигации) за 1 полугодие 2004г. составил 65,2 млрд.сум и увеличился по сравнению с аналогичным периодом 2003 года более чем в 1,9 раза.

На биржевом рынке реализовано акций на общую сумму 17,73 млрд.сум (увеличился по сравнению с прошлым периодом более чем в 2,2 раза), в том числе:

- на первичном биржевом рынке на сумму 7,9 млрд. сум;
- на вторичном биржевом рынке на сумму 9,8 млрд. сум.

Кроме того, заключены сделки по купле-продаже облигаций на сумму 153, 5 млн. сум.

На внебиржевом рынке реализовано акций на сумму 34,68 млрд.сум, в том числе:

- на первичном рынке на сумму 24,15 млрд.сум;
- на вторичном рынке на сумму 10,53 млрд.сум.

Сделки по купле – продаже облигаций заключены на сумму 12,62 млрд.сум.

Принято считать, что вторичный рынок состоит из двух частей: биржевого и внебиржевого рынка¹.

Биржевой рынок исчерпывается понятием фондовой биржи как особого, институционально организованного рынка, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества и операции на котором совершают профессиональные участники. В конечном итоге фондовая биржа выступает в качестве торгового, профессионального, нормативного и технологического ядра рынка ценных бумаг.

Внебиржевой рынок соответственно охватывает рынок операций с ценными бумагами вне фондовой биржи.

¹ См.: Информационно-аналитический бюллетень Госкомимущества РУз по итогам 1 полугодия 2004 г. – Т., 2004г.

Отметим, что сделки на внебиржевом рынке в Узбекистане существенно ограничены законодательством. Тем самым, как нам видится имеет место механизм принуждения со стороны государства в отношении осуществления предпринимательской деятельности на биржевом рынке. Надо заметить, что такая политика имеет как свои преимущества, так и целый ряд недостатков.

Изученный международный опыт показывает, что указанная проблема решается по разному, при этом главными задачами государственного регулирования вторичного неорганизованного рынка остается достижение доступности и прозрачности информации. Рассмотрим ряд примеров.

В ряде стран, включая Польшу, Литву, Киргизию законодательно введены ограничения по обращению ценных бумаг на вторичном внебиржевом рынке, за исключением определенных видов операций с ценными бумагами, определяемыми законодательством. Иными словами государство административным решением ввело определенные, иногда жесткие, ограничения на внебиржевые торги.

Существует и другая группа стран, где внебиржевой рынок является дополнением к биржевым и регулируется уполномоченным государственным органом. При этом имеют место определенные ограничения по обращению ценных бумаг, включенных в официальные листинги организаторов торгов. Достижение прозрачности сделок на внебиржевом рынке достигается путем обеспечения полного раскрытия информации о заключаемых на нем сделках.

Например, в США была принята концепция создания единого национального рынка ценных бумаг, включающая в себя все существующие организованные биржевые и внебиржевые рынки. Одним из первых шагов в этом направлении было введение единой котировки на ценные бумаги. Данное положение пока обеспечено только для ценных бумаг вошедших в листинги Нью Йоркской, Американской фондовых бирж, а также системы внебиржевых торгов НАСДАК. Данная система обеспечивает раскрытие информации о сделке (цену, количество, время и дату заключения) в режиме реального времени как для профессиональных участников рынка так и для широкой

общественности.

Изменения в единую директиву Европейского Союза по инвестиционным услугам, также устанавливают раскрытие всеми профессиональными участниками информации о заключенных сделках на внебиржевом рынке по ценным бумагам, обращающимся на биржевых рынках.

В Индии введены ограничения по ценам на внебиржевом рынке по ценным бумагам которые обращаются на биржевых торгах. Так при существовании официальной котировки, цена на ценную бумагу в внебиржевой сделке не может быть выше или ниже 5% от биржевой котировки ценной бумаги.

В Эстонии, все вторичные внебиржевые сделки должны осуществляться только через Центральный депозитарий ценных бумаг, а рассчитываться через клиринговую организацию.

В последние годы большинство стран с развитыми рынками переходит от деления рынка ценных бумаг на биржевой и внебиржевой к делению на организованный и неорганизованный. При этом в понятие "организованный рынок" включается кроме биржевого рынка также организованный внебиржевой рынок.

Таким образом, изучение международного опыта помогает нам взглянуть на существующую систему организации фондового рынка Узбекистана через призму полученной информации и принять лучшее, при этом учитывать особенности развития национального рынка ценных бумаг присущие нашей республике.

Как известно, организованные торги способствуют установлению рыночных цен на акции с учетом рыночной конъюнктуры, т.е. все сделки производятся по реальным ценам без заниженных или завышенных цен, которые зачастую присутствуют на неорганизованных рынках на данный момент. Анализ внебиржевых сделок показывает на факты манипулирования ценами с целью уклонения от налогов, введению в заблуждение инвесторов.

Помимо этого, пользуясь отсутствием обще установленных рыночных

цен на ценные бумаги, достаточной прозрачности и доступности информации о котировках, отдельные недобросовестные инвесторы занимаются скупкой акций предприятий у населения и трудовых коллективов по значительно искусственно заниженным ценам. Следовательно, отсутствие котировок и реальных рыночных цен на ценные бумаги наносит значительный урон экономике страны.

В тоже время правомерен другой вопрос, требующего особого внимания, является ли адекватным отечественный биржевой рынок для концентрации сделок на организованных рынках.

Анализ в этой сфере показывает, что существует целый ряд причин, делающих деятельность на неорганизованных рынках экономически более выгодным по сравнению с организованными рынками, а именно:

- недостаточное развитие инфраструктуры организованных рынков, а также качество услуг на неорганизованном рынке при регистрации сделок;
- более низкие издержки по проведению сделок, с связи с меньшим количеством посредников;
- недостаточность регулирования вторичного неорганизованного рынка со стороны государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг;
- возможность снижения доходов, с целью уклонения от подоходного налога и т.д.

Низкая информированность предприятий о рынке ценных бумаг, недостаточный уровень профессионализма предпринимателей не позволяет использовать полный потенциал и возможности фондового рынка.

В тоже время, как показывает изученный международный опыт, при концентрации торговли ценными бумагами на биржевых организованных рынках наблюдается рост развития инфраструктуры рынка ценных бумаг, рост количества профессиональных инвесторов, повышение прозрачности рынка и доверия к нему широких масс населения, общедоступность информации, активизация инвестиционной деятельности и притока капитала. В свою очередь эти факторы благоприятно влияют на инвестиционный климат, валовой объем

инвестиций, рост производства и снижению инфляции. Конечно же, эти процессы имеют долгосрочный характер и требуют тщательной проработки, но благотворное общеэкономическое влияние концентрации фондовых торгов на организованных рынках неоспоримо.

Учитывая увеличение оборотов акций на неорганизованном внебиржевом рынке, а также в целях устранения имеющихся негативных явлений и предотвращения фактов манипулирования ценами требуется кардинальное совершенствование правового регулирования данного сегмента внебиржевого рынка.

Полагаем, что для этого в первую очередь необходимо обеспечить информационную прозрачность неорганизованного внебиржевого вторичного рынка и проводимых на нем операций, а также задействовать мощные стимулы для проведения операций с ценными бумагами на биржевом и внебиржевом организованных рынках, диверсифицировав при этом виды оказываемых услуг, а также создав удобства для участников организованного рынка.

Так, в целях стимулирования совершения сделок на организованном вторичном биржевом и внебиржевом рынках представляется необходимым реализовать следующий комплекс правовых и экономических задач:

- сформировать правовую базу электронного фондового рынка. В частности, законодательно предусмотреть возможность профессиональных участников рынка ценных бумаг оказывать услуги юридическим и физическим лицам независимо от места их расположения, по совершению сделок на организованных биржевом и внебиржевом рынках через удаленные терминалы (back office), подключенные через электронные каналы к биржевым и внебиржевым торговым системам;

- создать правовые и институциональные основы развития деятельности «маркет-мейкеров», формирующих спрос и предложение на акции на вторичном рынке, предоставив налоговые льготы, создав систему предоставления им краткосрочных кредитов на покупку акций, и упразднив существующие законодательные ограничения деятельности инвестиционных

институтов;

– уменьшить экономические и временные издержки участников рынка ценных бумаг на оформление сделок, проводимых организациями, обслуживающим организованные рынки посредством упрощения процедуры заключения и регистрации биржевых сделок.

В целом же в этом направлении необходимо законодательное стимулирование формирования полносервисных финансовых институтов, оказывающие клиентам фондового рынка широкий спектр услуг по принципу «в одно окно». Это, на наш взгляд, предполагает на начальном этапе снятие законодательных ограничений по совмещению видов профессиональной деятельности, что укрупнит и повысит уровень капитализации инвестиционных институтов¹.

Вместе с этим, дальнейшая либерализация должна сопровождаться введением адекватных механизмов обеспечения защиты прав клиентов (инвесторов) профессиональных участников. Дополнительным шагом в данном направлении должна стать разработка и внедрение отдельной программы страхования рисков на рынке ценных бумаг (хеджирование), предусматривающая комплекс долгосрочных мероприятий по созданию системы страхования рисков и компенсации инвесторам ущерба от противоправных действий на рынке ценных бумаг.

В сфере совершенствования государственного регулирования неорганизованного вторичного внебиржевого рынка на современном этапе представляется целесообразным:

– осуществить переход от регистрации внебиржевых сделок любыми инвестиционными институтами на неорганизованном внебиржевом рынке к регистрации сделок только уполномоченными инвестиционными институтами на организованном внебиржевом рынке, которые отвечают устанавливаемым

¹ Отметим, что на сегодняшний день в Узбекистане для обслуживания биржевого и внебиржевого рынков функционируют: двухуровневая депозитарная система, включающая Центральный депозитарий и более 25 депозитариев второго уровня; расчетно-клиринговая палата «Элсис-клиринг»; более 30 информационно-аналитических, консалтинговых, рейтинговых, оценочных и аудиторских организаций; более 650 инвестиционных фондов, управляющих компаний, инвестиционных компаний, брокерско-дилерских, реестродержательских и других организаций. <http://www.uzse.com>

требованиям;

– на организованном биржевом и внебиржевом вторичном рынке установить требования на максимальные и минимальные цены покупки/продажи акций в течении торговой сессии, что позволит ограничить значительные изменения цен при совершении сделок, сократит потенциальный риск манипулирования на рынке ценных бумаг и позволит принять соответствующие оперативные меры при возникновении значительных колебаний цен;

– законодательно ввести новый вид инвестиционного института – регистратор сделок, который должен осуществлять деятельность по регистрации сделок с ценными бумагами на неорганизованном рынке, что позволит упорядочить осуществление этой деятельности только профессиональными организациями, отвечающим требованиям лицензирующих органов и находящихся под их контролем и мониторингом;

– упорядочить на законодательном уровне механизм выдачи кредитов для оплаты акций, предусмотрев выдачу кредитов только лицензированным инвестиционным институтам, что также позволит уменьшить риск не возврата кредитов и др.

Результатом этого, как ожидается, станет та ситуация, при которой организаторы торговли со временем будут оказывать существенное влияние на уровень корпоративного поведения эмитентов, способствовать формированию их корпоративной культуры.

В целом система регулирования организаторов торговли должна сориентирована на повышение степени организованности и публичности торговли ценными бумагами, что наряду с повышением роли и ответственности организаторов торговли станет существенным фактором снижения инвестиционных рисков.

Г л а в а II.

ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 2.1. Законодательное регулирование рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан

Вопросы функционирования рынка ценных бумаг получили достаточно широкую правовую регламентацию в законодательстве Республики Узбекистан. Так, в частности регулирование данной сферы правоотношений осуществляется следующими нормативно-правовыми актами: Гражданским кодексом Республики Узбекистан¹, Законами Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже"², "О механизме функционирования рынка ценных бумаг"³, "О биржах и биржевой деятельности"⁴, "Об акционерных обществах и защите прав акционеров"⁵, "О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг"⁶, "О деятельности депозитария на рынке ценных бумаг"⁷, Постановлениями Кабинета Министров Республики Узбекистан "О лицензировании биржевой деятельности"⁸, "О мерах по дальнейшему развитию вторичного рынка ценных бумаг"⁹, Указами Президента Республики Узбекистан "О мерах по кардинальному увеличению доли и значения частного сектора в экономике Узбекистана"¹⁰. Положением "О лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг)"¹¹, "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг"¹², Правилами предотвращения манипулирования на рынке ценных бумаг¹³ и др.

¹ Введен в действие с 01.03.1997. Постановлением Олий Мажлиса РУз от 29.08.1996 г. № 257-I.

² От 02.09.1993г. № 918-XII.

³ От 25.04.1996г. № 218-I.

⁴ Новая редакция утверждена Законом РУз от 29.08.2001г.

⁵ От 26.04.1996г. № 223-I.

⁶ От 30.08.2001г. № 262-II.

⁷ От 29.08.1998г. № 672-I.

⁸ От 04.02.2003г. № 66.

⁹ От 29.04.2003г. № 196.

¹⁰ От 24.01.2003г. № УП-3202.

¹¹ От 09. 07.2003г. № 308.

¹² От 27.03.2002г. №2002-06. Зарегистрировано Министерством юстиции 18.04.2002г. №1127.

¹³ Утверждены Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг от 23.06.1999г. № 04/103. Зарегистрировано Министерством юстиции № 820 21.09.1999г.

Становление и развитие отечественного законодательства во многом связано теми глубинными процессами экономических преобразований, которые происходили в республике с обретением ею государственной независимости.

Так, в 1990г. был принят Закон Республики Узбекистан "О собственности", в 1991г. – Закон "О разгосударствлении и приватизации", в 1993г. – Закон "О ценных бумагах и фондовой бирже". Они заложили первоосновы для формирования правоотношений, складывающихся в процессе деятельности функционирования рынка ценных бумаг.

Значительным шагом в данном направлении явилось принятие 26.04.1996г. Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", предусматривающего установление и регламентацию всех основных правовых институтов деятельности акционерных обществ. Принятие такого детально разработанного нормативно-правового акта в области корпоративного управления и защиты прав акционеров положительно сказалось на развитии рыночных отношений в стране. Закон был направлен на определение или даже установление, целостности и ясности управления посредством комплекса прав, обязанностей и ответственности лиц, участвующих в управлении обществом, что служит важными составляющими понятия эффективного управления.

Здесь нашли также свое отражение различные аспекты эмиссии акций и других ценных бумаг общества¹.

Нормотворческая деятельность в области совершенствования рынка ценных бумаг развивалась и в дальнейшем.

В 1996г. был принят не менее значимый Закон Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг", который дал следующую дефиницию рынку ценных бумаг – это система отношений физических и юридических лиц, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг. Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты ценных бумаг,

¹ Раздел IV. Распространение и размещение акций и иных ценных бумаг (ст.ст. 35 – 46), Раздел V. Реестр акционеров и хранение акций (ст.ст. 47 – 52) Закона РУз об АО.

инвесторы, инвестиционные институты, а также их объединения (ассоциации), фондовые биржи (фондовые отделы бирж), уполномоченные государством органы по регулированию и координации рынка ценных бумаг и другие (ст.2 Закона Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг").

Основными принципами торговли на рынке ценных бумаг являются:

- создание условий для всех потенциальных инвесторов для выгодного вложения своих средств;
- добровольность заключаемых на рынке ценных бумаг сделок;
- устранение барьеров на пути свободной конкуренции;
- установление цен на базе реально складывающегося спроса и предложения;
- строгое соблюдение законодательства в области рынка ценных бумаг всеми его участниками;
- обязательное раскрытие информации о биржевых и внебиржевых операциях, котировках, финансовом состоянии эмитентов;
- доступность рынка для всех инвесторов и эмитентов, осуществляющих свою деятельность в соответствии с законодательством;
- обеспечение полного раскрытия информации о ценных бумагах и их эмитентах, гласности и доступности этой информации;
- защита интересов инвесторов и эмитентов;
- запрещение и преследование мошенничества и другой незаконной деятельности на рынке ценных бумаг (ст.6 Закона Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг").

Соблюдение основных принципов торговли на рынке ценных бумаг обеспечивается на основе сочетания мер государственного регулирования с правилами торговли, выработанными фондовыми биржами и объединениями (ассоциациями) участников рынка ценных бумаг.

При этом запрещенными видами деятельности на рынке ценных бумаг являются:

- эмиссия ценных бумаг без государственной регистрации, без раскрытия информации, относящейся к эмитенту или к ценным бумагам;
- осуществление деятельности на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии;
- манипулирование на рынке ценных бумаг путем фиктивных сделок, произведения адекватных взаимозачетов требований, осуществления искусственных краткосрочных сделок;
- незаконное использование важной, конфиденциальной информации;
- раздел рынка ценных бумаг по какому-либо признаку для предоставления отдельным участникам преимущественного положения;
- другие действия, противоречащие основным принципам торговли на рынке ценных бумаг, установленным законодательством (ст.6 Закона Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг").

В последующем были разработаны и приняты документы с четко выраженной тенденцией поэтапного перехода от государственной (централизованной) в корпоративную форму управления акционированными предприятиями. В соответствии с ними в данной области были проведены следующие изменения и реформы:

- определено разделение долей в уставном капитале обществ, образованных в результате акционирования и приватизации государственных предприятий (там, где государство сохраняло свою долю)¹: доля государства – не более 25 % акций; доля трудового коллектива – не более 25%; доля, предназначенная для иностранных инвесторов – не менее 25%; оставшаяся часть – на свободную продажу²;
- Госкомимуществу Республики Узбекистан поручено разработать и внедрить комплекс мер, направленных на обеспечение прав акционеров в

¹ См. подробнее: Гафуров Ш.Р., Безбородов А.Г., Хусанов Т.Х., Халбаев Р.А. Процесс акционирования и инвестиционная деятельность. – Т.: Мехнат, 1997. – С.56.

² Указ Президента Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг и расширению участия иностранных инвесторов на фондовом рынке республики" от 31.03.1997г. №УП -1740.

решении наиболее важных вопросов деятельности акционерного общества, подотчетности акционерам руководства его исполнительного аппарата и т.д.¹

Кроме того, в марте 1999г. органом государственного регулирования рынка ценных бумаг (ЦККФРЦБ) и Комитетом по демонополизации и развитию конкуренции была разработана "Инструкция о порядке контроля за приобретением более 35 акций хозяйствующего субъекта"², распространяющаяся на биржевые и внебиржевые сделки купли-продажи более 35% акций одного эмитента и предусматривающая, в частности согласование с антимонопольным органом приобретения более 35 % акций акционерного общества лицом или группой лиц.

Вопросы раскрытия информации, а также порядок, правовое положение участников этого процесса, были разрешены в Положении "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг"³. Данный правовой документ одним из первых обеспечил правовую базу для реализации принципа прозрачности деятельности на рынке ценных бумаг. Далее было принято Положение "Об аффилированных лицах, о порядке ведения их учета и раскрытия информации в акционерных обществах"⁴, которое дало легальное понимание института аффилированных лиц, указав обязанность ведения их учета, и определило порядок раскрытия информации о них.

В 2003г. был принят ряд новых нормативных актов, направленных на совершенствование системы функционирования рынка ценных бумаг. Ключевым стал Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по кардинальному увеличению доли и значения частного сектора в экономике Узбекистана" от 24.01.2003г.

Данным Указом введен в действие ряд важных решений: предусмотрена

¹ Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию размещения пакетов акций и повышению роли акционеров в управлении акционерными обществами, образованными на базе государственной собственности" от 18.08.1997г. № 404.

² Утверждена Постановлением от 24.09 2001г. Госкомдемонополизации № 5 и ЦККФРЦБ при ГКИ № 2001-12, зарегистрированным Министерством юстиции РУз 06.11.2001г. № 1079.

³ Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 27.03.2002г. № 2002-06, зарегистрированным Министерством юстиции РУз 18.04.2002г. № 1127.

⁴ Утверждено Постановлением от 20.11.2002г. ЦККФРЦБ №2002-14, МФ №131 и Госкомдемонополизации №7, зарегистрированным Министерством Юстиции 29.01.2003г. № 1212.

поэтапная реализация на фондовом рынке государственных пакетов акций предприятий, в уставном фонде которых их доля составляет 25 и менее процентов; освобождены от налогообложения сроком на 5 лет доходы физических лиц, полученные в виде дивидендов по акциям приватизированных предприятий; отменен порядок, при котором решение наблюдательного совета не могло быть принято без согласия доверительного управляющего пакетом акций, принадлежащих государству и государственному поверенному; запрет на совмещение деятельности членов наблюдательного совета с их трудовой деятельностью в этих акционерных обществах, а также ряд иных положений¹.

Было принято также 13 Постановлений Кабинета Министров Республики Узбекистан, регламентирующих вопросы либерализации биржевой, оценочной деятельности, совершенствования фондового рынка².

Как известно, Узбекистан входит в континентальную систему права, и в отличие от стран общего права, здесь суды не обладают правотворческими полномочиями. В тоже время судебные органы Республики Узбекистан в некоторой степени наделены рычагами воздействия в сфере законодательного регулирования, что проявляется в их функции по принятию актов судебного толкования и обобщения судебной практике, которые хотя и не создают норм права, имеют существенное влияние на обеспечение правильного и единообразного применения судами существующих норм. В этом отношении можно выделить Постановление совместного Пленума Верховного и Высшего хозяйственного судов РУз от 31.03.2005. "О некоторых вопросах применения законодательства об акционерных обществах и защите прав акционеров", принятое в целях обеспечения правильного и единообразного применения судами законодательства об акционерных обществах и защите прав акционеров. Данным актом судебного толкования была дана трактовка применению норм законодательства в сфере защиты прав акционеров при

¹ Валеев Д.Р. Защита прав миноритарных акционеров в корпоративных конфликтах // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №1. – С.13.

² в частности, Постановление Кабинета Министров РУз "О мерах по дальнейшему развитию вторичного рынка ценных бумаг" от 29.04.2003 №196, которое было принято в целях дальнейшего развития вторичного рынка ценных бумаг, совершенствования рыночной инфраструктуры и привлечения иностранных инвестиций на фондовый рынок республики.

проведении общего собрания, реорганизации, заключении крупных сделок, а также нашли свое отражение такие аспекты как раскрытие информации, взаимоотношения с дочерними обществами и иные вопросы практики применения законодательства об акционерных обществах в Республике Узбекистан.

Однако, практика подтверждает, что, несмотря на проделанную к настоящему времени значительную работу по созданию правовой основы регулирования рынка ценных бумаг, инвесторы зачастую не могут получить эффективной защиты в случае противоправных посягательств на их права и законные интересы. Некоторые вопросы деятельности на фондовом рынке в настоящее время практически не урегулированы, что существенно затрудняет применение даже существующего законодательства и подтверждает необходимость дальнейших усилий по укреплению институциональной и правовой основы регулирования рынка ценных бумаг

С учетом изложенного, представляется необходимым осуществить комплекс мер законодательного и практического характера по совершенствованию отечественного рынка ценных бумаг. А именно:

- создать гибкий механизм инвестирования средств отечественных инвесторов в экономику страны;
- стимулировать дальнейшую диверсификацию видов ценных бумаг;
- законодательно закрепить определения основных видов производных ценных бумаг с учетом их специфики и конкретизировать их формы и виды;
- широко внедрять общепринятые международные стандарты, регулирующие рынок ценных бумаг, в практику работы отечественных участников рынка ценных бумаг;
- создать надежные правовые механизмы по защите прав инвесторов, приобретающих отечественные ценные бумаги;
- обеспечить высокий уровень информационной прозрачности фондового рынка Узбекистана;
- разработать механизмы определения и регулирования отношений в

сфере использования инсайдерской информации, а также порядок привлечения к ответственности за совершение инсайдерских сделок с учетом специфики отечественного фондового рынка;

- создать разнообразные системы взаимных гарантий и страхования на рынке ценных бумаг в целях снижения риска при осуществлении инвестиций в ценные бумаги и повышения доверия инвесторов к рынку ценных бумаг;

- упростить порядок конвертации доходов иностранных инвесторов, полученных от операций с ценными бумагами, в целях привлечения иностранных капиталовложений в срочный рынок;

- стимулировать внедрение электронного документооборота при совершении сделок с ценными бумагами;

- осуществить меры по унификации стандартов и правил экспертизы, листинга, котировки и осуществления мониторинга на РФБ "Тошкент" с учетом опыта ведущих фондовых бирж мира и др.

В части либерализации государственного регулирования рынка ценных бумаг, являющейся одним из компонентов взятого правительством курса на либерализацию экономики в целом, целесообразны: передача отдельных регулятивных функций от государственных органов саморегулируемым объединениям участников рынка ценных бумаг, предоставление налоговых и других финансовых льгот для эффективного осуществления деятельности на рынке, повышение уровня информационной прозрачности.

Реализация данного комплекса мер позволит существенно повысить уровень отечественного фондового рынка и создаст благоприятные условия для развития экономики страны в целом.

§ 2.2. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан

В тоже время, несмотря на имеющийся массив законодательства по регулированию рынка ценных бумаг, следует признать, что правовое обеспечение в данной сфере не в полном объеме обеспечивает эффективный правовой режим функционирования этого сегмента экономики. Имеющиеся недостатки в первую очередь связаны с отсутствием действенных механизмов обеспечения применения действующего законодательства, а также объективными проблемами экономического развития республики.

Совершенствование отечественного рынка ценных бумаг требует активного развития законотворческого процесса в данной сфере. Крайне важным в данном вопросе является необходимость достижения согласованности различных нормативных актов, что требует устранения имеющихся противоречий между законодательством о рынке ценных бумаг, законодательством об акционерных обществах и законодательством о разгосударствлении и приватизации.

Так, в целях обеспечения эффективности правового обеспечения отечественного рынка ценных бумаг необходимо:

- создать юридическую базу системы публикаций предложений на покупку/продажу акций на неорганизованном внебиржевом рынке в специальном издании в бумажном и электронном формах и их распространение среди участников рынка ценных бумаг, что увеличит информированность владельцев акций и снизит риск манипулирования ценами и других нарушений законодательства по ценным бумагам на неорганизованном рынке;

- законодательно разработать и внедрить систему сбора, анализа и контроля информации инвестиционных институтов о зарегистрированных сделках на неорганизованном рынке, что позволит вести оперативный учет, обрабатывать и передавать информацию из регионов в центральный аппарат по

электронным каналам, анализировать и принимать, при необходимости, оперативные меры по пресечению нарушений законодательства;

– привлекать зарубежные (такие как Reuters, Standart & Poor, PriceWaterhouseCoopers, Moodys и др.) и создавать отечественные специализированные информационные и аналитические агентства по обеспечению участников рынка ценных бумаг информационно-аналитическими материалами об акциях, финансово-экономическом состоянии компаний, что позволит покупателям и продавцам акций принимать правильные, осознанные решения по покупке/продаже акций на неорганизованном внебиржевом вторичном рынке и стимулировать совершать операции на организованном биржевом или внебиржевых рынках;

– следует создать эффективные и надежные законодательные основы широкого внедрения общепринятых международных стандартов, регулирующих рынок ценных бумаг в практику отечественных участников рынка ценных бумаг;

– необходимо активизировать сотрудничество Узбекистана со специализированными международными институтами в области фондового рынка, такими как Международная организация комиссий по ценным бумагам (The International Organization of Securities Commissions – IOSCO), Европейский форум по ценным бумагам (Forum of European Securities Commissions – FESCO), Международная ассоциация свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association – ISDA) и др.

– обеспечить на правовом, экономическом и институциональном уровнях интеграцию отечественного фондового рынка в международные системы расчетов и клиринга по ценным бумагам, электронной торговли и оказания депозитарных услуг; привлечения на национальный рынок независимых международных рейтинговых агентств и аналитических компаний¹. Надо

¹ Важно отметить, что некоторая работа в этом направлении уже ведется. Так предполагается организация частного размещения акций некоторых инвестиционно-привлекательных отечественных предприятий с привлечением крупных юридических компании "Salans Hertzfeld & Heilbronn" и известным депозитарным

заметить, что в рамках реализации Поэтапного плана действий по интеграции фондового рынка Узбекистана в международный рынок капитала¹ предусматривалось включение акций отечественных эмитентов в листинги ведущих зарубежных фондовых бирж, а также реализация проектов выпуска депозитарных расписок².

Необходимо также законодательное стимулирование внедрения электронного документооборота при совершении сделок с ценными бумагами, создание и внедрение электронной системы информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг, как неременного условия прозрачности рынка и свободного обмена информацией.

Благодаря проникновению в бизнес ценных бумаг такого явления как Интернет, финансовые рынки были перенесены буквально на экран компьютера. При существующем положении дел любой иностранный инвестор может купить ценные бумаги акционерных обществ, и все, что для этого необходимо сделать – это открыть инвестиционный счет у какого-либо брокера и перевести на него необходимую сумму денег.

При этом возможно управление инвестиционным портфелем, не отходя от своего рабочего стола, покупая и продавая акции по нужным ценам за несколько секунд. Любой пользователь сети Интернет, используя компьютер, модем и телефонную линию, может моментально соединиться с Web-сервером сетевого брокера. Для обозначения этой деятельности по управлению

банком "Bank of New York" по вопросам оказания консультативной и финансовой помощи в разработке и реализации программы выпуска Узбекистаном депозитарных расписок. Достигнуты договоренности о подписании соглашения о взаимном сотрудничестве с такими компаниями, как "Merrill Lynch", "Chase Manhattan Bank", "J.P.Morgan", "ABN-AMROBank", "Credit Swiss First Boston" и другими широкоизвестными финансовыми институтами по техническому содействию. <http://www.uzse.com>

¹ Утвержден Распоряжением Кабинета Министров РУз от 06.05.98г. № 195-ф.

² В рамках данного процесса были достигнуты договоренности о сотрудничестве по выпуску АДР на акции отечественных эмитентов с "Bank of New York" (в качестве американского депозитарного банка), "ABN Amro Bank" (в качестве местного банка кастоди), "AIG Global Investment Corp." (в качестве американского андеррайтера), "Squire, Sanders & Dempsey L.L.P.", "Barents group L.L.C.", "Akin, Gump", "Strauss", "Hauer & Feld L.L.P" (в качестве американского юридического консультанта), "Delus Corp.", "NCH Capital Inc.", "Merrill Lynch", "Salomon Brothers", "Flemings", "Lehman Brothers", "JP Morgan", "PriceWaterhouseCoopers Securities" (в качестве финансовых консультантов, менеджеров). В том числе был подписан Протокол о намерениях с британской юридической компанией "Gouldens Solicitors" о сотрудничестве по выпуску и размещению ГДР на Лондонской фондовой бирже и других европейских фондовых рынках, начата работа по изучению рынка и подготовке детального плана реализации проекта. <http://www.uzse.com>

инвестициями посредством сети Интернет применяется термин "Интернет-трейдинг"¹.

Мощное же развитие услуг в сфере Интернет-трейдинга есть не что иное, как ответ на потребность инвесторов получить новый инструмент, позволяющий удаленным способом совершать все виды операций, необходимых для осуществления процесса инвестирования². Этому способствовало расширение фондового рынка, повышение его ликвидности и капитализации, что дало инвесторам возможность получения спекулятивного дохода, превышающего доход от иных существующих финансовых инструментов.

С другой же стороны, для профессиональных участников финансового рынка – брокерских контор и банков возможность многократного расширения клиентской базы при одновременном снижении издержек на обслуживание единичного клиента и одновременном повышении доверия со стороны клиентов также чрезвычайно привлекательна. При этом происходит демократизация финансового рынка, иными словами – расширение числа его участников за счет конечных инвесторов, осуществляющих свои операции непосредственно, и для самого рынка: увеличивается его объем, ликвидность и активность³.

Сегодня мы стоим перед новой эпохой развития фондового рынка. Еще несколько лет назад Интернет представлял собой просто систему передачи информации, то в настоящее время электронные технологии стали активно входить в другие виды профессиональной деятельности как на рынке ценных бумаг, так и на финансовых и товарных рынках.

Так в 1999 г. глобальная торговля через Интернет достигла 111 млрд. долл. А в 2002г. объем Интернет-продаж превысил 1,3 трлн. долл., что стало сравнимо с оборотами крупнейших центров торговли ценными бумагами в

¹ Закарян И. "E-trading" in Russia: что это? – 2004. <http://www.fmbiz.ru/>

² Шешеловский М., Пономарев А. Тенденции интернет-трейдинга. Субброкерская модель развития // Индикатор. – 2002. – №9 – 10. <http://www.ifin.ru>

³ Коротких С. Риски, связанные с Интернет-трейдингом на финансовых рынках, и возможные пути их снижения <http://www.rcb.ru/printrcb.asp?aid=1272>

Нью-Йорке, Лондоне, Токио¹.

Существующая система электронной торговли на рынке ценных бумаг, так же как и вне его, сводится к трем составляющим: информации, обмену документами, юридической базе.

Любая из перечисленных составляющих электронной торговли может функционировать на рынке ценных бумаг как независимо, так и в совокупности с другими.

Как показывает опыт большого количества информационных систем, например вексельной торговли, независимое существование первой составляющей электронной коммерции на фондовом рынке вполне оправдано. И хотя трудно считать источники типа "электронных досок сообщений" полноценными системами электронной торговли, в последнее время о таких системах все чаще говорят как о электронной коммерции. Такой подход объясняется главным образом постоянным совершенствованием электронных средств, что постепенно приводит к удешевлению этого процесса передачи информации по сравнению с издержками на печать и распространение документов на бумажных носителях².

Что касается такой составляющей электронной торговли на фондовом рынке как документальное оформление заключенных сделок, то здесь ситуация более сложная, потому что число тех, кто целиком прошел путь разработки и внедрения электронных систем документального оформления сделок, ничтожно мало. Залогом успешного функционирования таких систем являются:

- доверие участников рынка к электронному оформлению документов;
- наличие государственных нормативных документов, регулирующих возможность электронного оформления;
- существование законодательной базы самих электронных систем, позволяющей, с одной стороны, добиться доверия участников, с другой –

¹ Миркин Я. Розничные торговые системы и Интернет-трейдинг: анализ ситуации, стратегия развития. <http://www.rcb.ru/printrcb.asp?aid=1548>

² Телятников А. Проблемы и перспективы электронной торговли на российском рынке ценных бумаг. <http://www.rcb.ru/printrcb.asp?aid=1527>

обеспечить государственное регулирование¹.

Третья составляющая представляет собой объект повышенного научного интереса в рамках данного исследования и подробный ее анализ исходя из отечественной практики регулирования рассматриваемых правоотношений будет освещен нами далее.

При этом, необходимо отметить, что подобное разделение Интернет-трейдинга на составляющие элементы носит условный характер, т.к. любые сетевые правоотношения обладают комплексным характером, и в этой связи не представляется возможным, а равно и целесообразным рассмотрение данных вопросов исключительно с позиций теории права. Юридическое наполнение этих отношений создает лишь определенные рамки, устанавливает "правила игры" на электронном фондовом рынке, которому присуще особо высокая динамика развития. Адекватность правового обеспечения данных процессов во многом определяется эффективностью правового регулирования таких сегментов как защиты информации, а также электронного документооборота, т.е. ее движения между субъектами отношений.

Далее, на наш взгляд, важным фактором, влияющим с появлением соответствующей нормативной базы на процесс развития Интернет-бизнеса на финансовых рынках, станет необходимость обязательного применения в системах удаленного доступа сертифицированных программных средств защиты информации, электронной цифровой подписи (ЭЦП). Соответствующие законодательные акты неизбежно окажут влияние не только на развитие применяемых на рынке торговых систем, но и на самих участников финансовых рынков, использующих Интернет для обслуживания своих клиентов. При этом необходимо подчеркнуть, что дополнительные расходы по применению средств защиты информации, в силу конкуренции, неизбежно лягут на профессиональных участников рынка – брокеров

Так, следует констатировать факт, что уже в настоящий момент конкуренция между брокерами идет не только в области технических

¹ Там же.

параметров систем Интернет-трейдинга, а прежде всего в отношении: спектра предоставляемых услуг (торговые площадки, инструменты, информационные сервисы); гибкости и оптимизации технологии обслуживания; уровня автоматизации; дополнительных сервисов (неторговые сервисы); наиболее удобного и полностью автоматического риск менеджмента; дополнительного предоставления дистанционного доступа к услугам по управлению инвестиционным денежным счетом и счетом депо; безопасности работы через системы Интернет-трейдинга¹.

Широкое использование института ЭЦП будет способствовать имплементации в отечественную практику основного правового принципа электронной коммерции, который работает как на международных, так и на внутренних рынках, заключается в следующем: стороны, заключившие электронную сделку, не могут ставить ее под сомнение только на том основании, что она заключена, а часто исполняется (как в финансовой сфере) электронным способом и в основе ее не лежит традиционный бумажный документооборот, сопровождаемый традиционной собственноручной подписью².

Отсюда следует, что если информация – это средство для принятия инвестиционного решения, то документ – это фиксация факта заключения сделки, и как раз в этой области, лежат наибольшие перспективы развития электронной коммерции³.

Большинство торговых систем на рынке ценных бумаг начинались с того, что участники торгов получали возможность оперативно следить за информацией, а потом обмениваться заявками на покупку/продажу акций между собой. Сейчас развитие фондового рынка движется к тому, чтобы полностью исключить какой бы то ни было неэлектронный способ обмена документами из процесса заключения и исполнения сделки.

И здесь очень важна юридическая база. Если в проблеме

¹ Шешеловский М., Пономарев А. Указ. соч.

² Соловяненко Н. Проблемы и направления правового регулирования Интернет-трейдинга // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 23. – С. 48.

³ Телятников А. Указ. соч.

информационного обеспечения она имеет определенный вес, то в вопросах электронного документооборота юридическая база – самый важный фактор. Перспективы здесь будут зависеть прежде всего от решения вопросов законодательного регулирования возможности использования электронного документа, а также от того, примут ли ту или иную систему документооборота рынок и государство¹.

Государственная политика Республики Узбекистан в области электронного документооборота направлена на обеспечение широкого применения электронного документооборота, защиту прав и законных интересов участников электронного документооборота, разработку стандартов, норм и правил по использованию электронного документа².

Ситуация в области правового регулирования Интернет-трейдинга в Узбекистане характеризуется наличием достаточно обширного законодательного массива, представленного в основном подзаконными нормативно-правовыми актами.

Многие аспекты функционирования фондового рынка Республики Узбекистан связаны с ведением электронного документооборота.

Так, Ведение Единого государственного реестра зарегистрированных в Республике Узбекистан выпусков ценных бумаг осуществляется в следующих формах:

- на бумажных носителях;
- на электронных носителях в форме записи в компьютерную программу³.

Помимо этого, квартальные отчеты о ходе размещения ценных бумаг и годовые отчеты по ценным бумагам представляются эмитентами в регистрирующий орган в бумажном и электронном виде (на магнитных носителях), в одном экземпляре вместе с сопроводительным письмом на бланке

¹ Там же.

² Ст.3 Закона РУз "Об электронном документообороте" от 29.04.2004г. №611-II // Собрание законодательства Республики Узбекистан. – 2004. – №20. – С. 230.

³ П.2.1. Порядка ведения Единого государственного реестра выпусков ценных бумаг и Национальной цифровой системы идентификации ценных бумаг. Приложение №4 к Положению, зарегистрированному Министерством юстиции РУз 10.07.1998г. № 453.

эмитента. Содержание отчетности, представляемой в электронном виде, должно соответствовать содержанию отчетности, представляемой в бумажном виде¹.

Далее, проспект эмиссии (анкета выпуска) акций представляется эмитентами в регистрирующий орган в бумажном и электронном (на магнитных носителях) видах. Содержание проспекта эмиссии акций, представляемой в электронном виде, должно соответствовать содержанию проспекта эмиссии, представляемой в бумажном виде².

Что касается деятельности расчетно-клиринговых палат, то на них возлагается обязанность ведения хронологического электронного протокола всех произведенных расчетно-клиринговых операций³.

Аналогичные требования предъявляются и к ведению журнала о зарегистрированных внебиржевых сделках с ценными бумагами⁴.

Таким образом, проведенный нами анализ выявил тенденцию необходимости обязательного ведения документооборота параллельно в двух формах: бумажной и электронной. С другой стороны сам законодатель устанавливает то правило, что электронный документ приравнивается к документу на бумажном носителе и имеет одинаковую с ним юридическую силу⁵. Электронный документ может иметь копию на бумажном носителе, но данная мера не носит императивный характер. На наш взгляд подход двойного ведения документооборота не представляется обоснованным и целесообразным по объективным причинам. Во-первых, это порождает некоторые противоречия в правоприменительной практике. Во-вторых, указанные меры связаны с дополнительными финансовыми и иными издержками, что нивелирует все

¹ П.2.6. Положения о составлении и представлении отчетов по ценным бумагам. Зарегистрировано Министерством юстиции РУз 27.04.1999г. № 710.

² П. 19. Положения о порядке выпуска, государственной регистрации и аннулирования выпуска акций акционерных обществ. Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 07.06.2002г. № 2002-11, зарегистрированным Министерством юстиции РУз 10.07.2002 г. № 1159, с изменениями от 12.11.2003г.

³ П.6 Положения о расчетно-клиринговых палатах на рынке ценных бумаг. Приложение №1 к Постановлению Кабинета Министров РУз от 29.04.2003г. № 196.

⁴ П.14, 17, 25 Положения об учетном регистре внебиржевых сделок с ценными бумагами. Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ от 26.05.2003г. № 2003-08 зарегистрированным Министерством юстиции РУз 17.07.2003 г. № 1258.

⁵ Ст.7 Закона РУз "Об электронном документообороте".

преимущества электронной формы документооборота. И наконец, данная ситуация свидетельствует о наличии недоверия законодателя к цифровой форме ведения различного рода отчетности. Поэтому мы предлагаем, устранить подобные двойные стандарты, предоставляя хозяйствующим субъектам право выбора применения той или иной формы ведения документооборота. Одновременно придерживаясь принципа недискриминации форм документооборота необходимо создать дополнительные правовые стимулы к использованию именно его электронной формы.

Положение также усугубляется отсутствием признания аутентичности электронного источника раскрытия информации и бумажного носителя. Так, п.4 Положения ЦККФРЦБ "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг"¹ что опубликование существенных фактов производится только в печатных органах, что, во-первых, противоречит нормам Гражданского кодекса о признании равного правового режима электронного и бумажного документооборота, а во-вторых, нивелирует все преимущества использования корпоративных информационных систем.

Поэтому на наш взгляд необходимо разработать и реализовать комплекс мер законодательного и правоприменительного характера, направленных на совершенствование процедуры раскрытия информации, оптимизации и унификации ее форм и способов и обеспечение равного доступа всех видов акционеров к корпоративной отчетности. Помимо этого сами компании должны повысить эффективность своей информационной политики в сети Интернет как глобальном средстве обмена данными, что будет в конечном итоге способствовать дальнейшей интеграции Узбекистана в глобальное экономическое и информационное сообщество.

При этом следует остановиться на проблемах, связанных с удобством использования систем электронного документооборота. Удобство предполагает прежде всего стандарт. Без наличия мировых общепризнанных стандартов

¹ Утверждено Приказом Генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 27.03.2002 г. № 2002-06, зарегистрировано Министерством юстиции РУз 18.04.2002 г. № 1127.

никакая электронная коммерция не сможет развиваться успешно и эффективно, потому что именно наличие стандартов, принятых рынком и согласованных с его участниками, позволит минимизировать издержки на создание и внедрение в эксплуатацию системы электронного документооборота. Здесь речь идет прежде всего о стандартах форматов документов и о четко выстроенной концепции прохождения документа от момента заключения сделки до момента исполнения всех обязательств по ней – то, что зарубежом принято называть Straight Through Process (STP), или сквозная обработка транзакций, и то, к чему следует стремиться нашему рынку¹.

В Узбекистане законодатель также предпринимает попытки выработки неких стандартов ведения обмена электронными сообщениями между участниками Интернет-трейдинга. Одним из примеров подобного рода служат Правила эксплуатации (использования) программно-технических комплексов Центрального депозитария и депозитариев второго уровня, фондовых бирж, систем внебиржевых торгов ценными бумагами и расчетно-клиринговых организаций². Целью настоящих Правил является определение регламента электронного информационного обмена между профессиональными участниками рынка ценных бумаг, и они определяют основные компоненты

¹ Применительно к данной ситуации можно привести следующий пример из практики Российской Федерации. В 1995 – 1996 гг. на рынке существовало до 30 типов договоров купли/продажи ценных бумаг, которые использовались участниками для оформления сделок. С созданием Российской торговой системы (РТС) – организации, регулирующей отношения между профессиональными участниками фондового рынка, возникла необходимость стандартизации этих документов. Тогда никто еще не связывал этот процесс с электронным документооборотом. Стандартизация заняла достаточно много времени, но к концу 1997 г. рынок уже не представлял себе возможности работать по каким-либо вариантам договоров, кроме стандартного договора купли/продажи, созданного РТС. На основании именно этой формы договора, по моему мнению, на рынке сегодня заключаются больше всего сделок купли/продажи российских ценных бумаг, причем, даже если сделка заключается вне РТС, она в большинстве случаев оформляется нашим договором. Стандарт выработан и принят рынком, но это не означает, что его нельзя изменить: периодически с развитием рынка в стандартную форму договора купли/продажи РТС вносятся те или иные поправки. Следующим этапом в процессе стандартизации договора купли/продажи РТС стало создание средств электронного обеспечения процесса обмена документами. Такая система была создана в начале 1999 г. и получила название Центр электронных договоров. Эта система прижилась очень быстро исключительно потому, что стандарт уже был принят рынком на бумаге, акцептован и широко использовался, и сейчас более 90% договоров заключается в электронном виде. Телятников А. Указ. соч.

² Утверждены Приказом генерального директора Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при ГКИ от 31.05.2001 г. N 2001-4 // Бюллетень нормативных актов министерств, государственных комитетов и ведомств Республики Узбекистан. – 2001. – № 12.

программно-технического комплекса, его ключевые функции¹, устанавливают нормы эксплуатации аппаратных средств, обеспечивающих централизованную обработку данных и работу локальных вычислительных сетей (ЛВС), а также коммуникационного программного обеспечения. При этом особое внимание здесь уделяется вопросам обеспечения информационного взаимодействия, и информационной безопасности.

Так Центральный депозитарий и депозитарии второго уровня, фондовая биржа, система внебиржевых торгов ценных бумаг и расчетно-клиринговая организация исходя из конкретных условий работы должны разработать и утвердить регламенты смены паролей и обмена ключами и внутренние положения, обеспечивающие необходимый уровень режима секретности при работе с передаваемыми данными. Внутренние регламенты и положения должны содержать как минимум следующие пункты: схему применения паролей для входа сотрудников организации в информационную систему; схему разграничения уровней доступа сотрудников к информационным ресурсам и сервисам; технологию дублирования информации и хранение копий отправленных сообщений; ответственность за действия, которые могут привести или привели к разглашению конфиденциальной информации².

Очевидно, что отечественный фондовый рынок пока еще не достиг уровня развитых зарубежных стран, с такими развитыми информационными системами обмена как SWIFT или Thomson. Тем не менее отечественный фондовый рынок уже прошел в этом направлении большой путь, и по нашему мнению, существуют положительные перспективы в этом направлении. Для заключительного этапа реформ необходимо тесное сотрудничество ученых и практиков различных отраслей знаний, т.к. Интернет-трейдинг порождает ряд проблем технологического, экономического и юридического характера. Помимо указанных мер, нам необходимо учитывать и зарубежный опыт, что

¹ К ним законодатель относит: автоматизацию технологического процесса обращения ценных бумаг, с протоколированием основных событий, автоматизацию формирования и ведения базы данных, организацию авторизованного доступа к ее элементам, пересылку данных между участниками рынка ценных бумаг в согласованном формате, предоставление открытой информации пользователям (инвесторам, эмитентам) по каналам Интернет/интранет. Там же. Пп. 7 – 10.

² Там же. П. 18.

позволит избежать отдельных закономерных ошибок и построить более эффективную единую систему информационного обмена участников фондового рынка Республики Узбекистан, что будет способствовать развитию рыночных отношений в стране и ее тесной интеграции с мировым информационным сообществом и финансовыми рынками.

Г л а в а Ш.

УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 3.1. Общеправовая характеристика участников рынка ценных бумаг

Участниками рынка ценных бумаг являются эмитенты, инвесторы, инвестиционные институты, а также их объединения (ассоциации), фондовые биржи, уполномоченные государством органы по контролю за функционированием рынка ценных бумаг и др.

Всех участников фондового рынка можно подразделить на профессиональных, непрофессиональных и органы государственного регулирования и контроля. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан регулируется комплексом нормативно-правовых актов.

В качестве общих для всех участников в числе иных законодательных актов можно назвать Закон Республики Узбекистан "О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг"¹, "О механизме функционирования рынка ценных бумаг"², "О ценных бумагах и фондовой бирже"³, Положение "О лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг)"⁴, Положение "О лицензировании биржевой деятельности"⁵ и др.

На рынке ценных бумаг могут осуществлять деятельность следующие профессиональные участники:

- инвестиционный посредник (финансовый брокер и дилер);
- инвестиционный консультант;
- инвестиционная компания;
- инвестиционный фонд;
- управляющая компания;

¹ От 30.08.2001г. № 262-II.

² От 25.04.1996г. №218-I.

³ От 02.09.1993г. №918-XII.

⁴ Приложение №1 к Постановлению КМ РУз от 09.07.2003 г. №308.

⁵ Приложение к Постановлению КМ РУз от 04.02.2003 г. № 66.

- депозитарий;
- расчетно-клиринговая палата (организация);
- держатель реестра владельцев ценных бумаг;
- номинальный держатель ценных бумаг и др.

Указанные инвестиционные институты могут быть созданы в любой организационно-правовой форме, за исключением инвестиционного фонда, который может быть создан только в форме акционерного общества открытого типа.

Рассмотрим отдельные разновидности указанных категорий.

Эмитенты ценных бумаг – это юридические лица, выпускающие ценные бумаги и несущие от своего имени обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг¹.

В качестве эмитентов в Узбекистане могут выступать предприятия всех форм собственности, а также государство, местные органы власти. Выпуская ценные бумаги в обращение, эмитенты обязательно должны зарегистрировать их эмиссию в уполномоченном на это государственном органе. При регистрации выпуска ценных бумаг эмитенты уплачивают в республиканский бюджет сбор в размере 0,1 процента от номинальной стоимости эмиссии. Они имеют право распространять свои ценные бумаги самостоятельно либо через организации, которые специализируются на распространении ценных бумаг – андеррайтинговые и дистрибьютерские компании.

Инвестор – физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Иностранцы граждане и юридические лица могут выступать на рынке ценных бумаг в Республике Узбекистан в качестве инвесторов в соответствии с законодательством Республики Узбекистан.

Инвестиционный институт – созданное в соответствии с

¹ Положение "О порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций. Утверждено Приказом ЦККФРЦБ при ГКИ от 07.06.2002г. № 2002-10. Зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 10.07.2002 г. № 1158; Положение "О порядке выпуска, государственной регистрации и аннулирования выпуска акций акционерных обществ". Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ от 07.06.2002г. № 2002-11. Зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 10.07.2002г. № 1159.

законодательством Республики Узбекистан юридическое лицо, которое осуществляет свою деятельность с ценными бумагами как основную.

Эмитенты имеют право реализовывать свои ценные бумаги самостоятельно, за комиссионное вознаграждение через банки, инвестиционные компании, финансовых брокеров.

Инвестиционные компании могут по соглашению с эмитентом выступать гарантами и организаторами выпуска ценных бумаг на условиях:

- выкупа за свой счет всего выпуска ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи другим инвесторам;
- выкупа за свой счет недоразмещенной ими среди сторонних инвесторов в течение установленного срока части выпуска ценных бумаг.

Инвестиционные компании и финансовые брокеры могут заключать дистрибьюторские договоры с эмитентами о продаже ценных бумаг от имени эмитента сторонним инвесторам без принятия на себя обязательств по выкупу недораспространенной части выпуска.

Выделим также и таких участников рынка ценных бумаг в целом, и производных, в частности, как регистраторы, депозитарии, расчетно-клиринговые организации и фондовые биржи.

Регистраторами на рынке ценных бумаг обычно называются организации, которые по договору с эмитентом ведут реестр. Реестром в свою очередь представляет список владельцев именных ценных бумаг, составленный на определенную дату.

Законодательство Республики Узбекистан о ценных бумагах в качестве регистратора выделяет инвестиционный институт, коммерческий банк, имеющий лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и осуществляющий регистрацию сделок, совершаемых на неорганизованном внебиржевом рынке ценных бумаг¹.

Основная обязанность регистратора – своевременное предоставление

¹ Положение "Об учетном регистре внебиржевых сделок с ценными бумагами". Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ от 26.05.2003 г. № 2003-08. Зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 17.07.2003 г. № 1258; Положение "О реестре акционеров акционерного общества". Утверждено Госкомимуществом РУз 15.08.1996г. Зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 16.08.1996г. № 274.

реестра эмитенту. Другая обязанность регистратора, тесно связанная с основной, – ведение лицевых счетов владельцев ценных бумаг и номинальных держателей счетов, которые при бездокументарном выпуске удостоверяют право собственности на ценные бумаги.

Регистратор зачастую выступает одним из основных действующих лиц корпоративного конфликта. Можно констатировать, что регистраторы являются центральным звеном передела собственности. Во многом это обусловлено тем, что регистратор является эксклюзивным обладателем оперативной информации о составе акционеров акционерного общества и текущих изменениях в структуре акционеров¹. Пользуясь несовершенством действующего законодательства, регистратор имеет возможность манипулировать сроками и порядком совершения сделок с акциями общества, отстранять тех или иных акционеров от участия в управлении обществом². Кроме того, из-за неясности процедур правоприменения возникают злоупотребления при исполнении регистраторами решений судебных и правоохранительных органов.

В сфере учета прав собственности на ценные бумаги сохраняется определенный уровень рисков нарушения прав инвесторов³. В силу несовершенства законодательства, недостаточной защищенности данного сектора от негативных воздействий изнутри и извне, а также низкого уровня профессиональных технологий регистрация прав собственности на ценные бумаги продолжает оставаться самостоятельным источником риска на фондовом рынке. Главный риск, связанный с деятельностью регистраторов, заключается в возможности не правового изменения состава акционеров любого акционерного общества в результате утраты или внесения незаконных

¹ Квалифицировать суть претензий, которые в рамках корпоративного конфликта предъявляются регистратору можно по двум основным принципам: первый принцип ранжирует возникающие в процессе конфликта претензии по категориям субъектов, которые в них участвуют; второй же формирует эти претензии по функциональному принципу и опирается на основные элементы деятельности регистратора: проведение перерегистраций ценных бумаг, выдача выписок, предоставление информации крупным акционерам и государственным органам, подготовка и проведение собрания акционеров. При чем, в условиях корпоративного конфликта регистратор практически не в состоянии произвести ни одно из вышеуказанных действий или процедур без того, чтобы не вызвать недовольство той или иной стороны конфликта. См.: Калинин М.Н. Корпоративный конфликт глазами регистратора // Акционерное общество. <http://www.mer-icq.narod.ru>

² См.: Осинковский А.Д. Манипуляции с реестром // Директор info. – 2002. – №21. <http://www.director-info.ru/>

³ В частности, для инвесторов сохраняется риск утраты прав собственности на принадлежащие им ценные бумаги, вызванный техническими ошибками или умышленными действиями регистраторов.

изменений в записи системы ведения реестра владельцев ценных бумаг.

К рискам регистратора необходимо также отнести его монопольное положение по учету прав собственности на ценные бумаги конкретного эмитента, наиболее ярко проявляющееся при подготовке и проведении корпоративных мероприятий¹.

Таким образом, на сегодняшний день политика государства в сфере регулирования данного сегмента инфраструктуры должна быть направлена на полное исключение возможности субъективного влияния регистратора на переход прав собственности. Одной из важнейших задач государства в регулировании деятельности регистраторов является ликвидация безусловной зависимости профессиональной деятельности регистраторов от структур, являющихся их клиентами и/или акционерами².

Условия и пути решения проблем регистраторской деятельности:

1) Снижение субъективной роли регистраторов при учете прав собственности, что достигается путем стимулирования развития независимых регистраторов, через усиление требований к лицензированию и требований к деятельности. В частности:

а) посредством дальнейшего увеличения лицензионных требований, а именно, увеличения требований к собственному капиталу регистратора, размер которого во многом определяет как программно-техническое обеспечение регистраторов, так и возможность покрытия ущерба, причиненного в результате неправомерных действий регистратора³.

¹ На практике это приводит к ущемлению интересов акционеров, обслуживаемых ими эмитентов, не связанных с руководством предприятий или владельцами крупных пакетов таких эмитентов, а также к непрозрачности операций в реестре и умышленному проведению операций в реестре с нарушениями законодательства в интересах менеджмента или группы акционеров.

² В соответствии с законодательством в качестве реестродержателя не могут выступать: 1) физические лица; 2) юридические лица, являющиеся акционерами того же акционерного общества или контролирующие его акции. Осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами деятельности (кроме депозитарной) на рынке ценных бумаг. Держателем реестра может быть эмитент или инвестиционный институт, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. В случае, если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая, специализированная на ведении реестра организация. Положение Госкомимущества «О реестре акционеров акционерного общества» зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 16.08.1996г. №274.

³ При определении требований к собственному капиталу необходимо исходить из того, что размер собственного капитала должен позволять начать осуществление деятельности регистратора, и это должна быть не фиксированная величина, пропорционально зависящая от совокупной капитализации обслуживаемых

б) посредством обеспечения прозрачности и публичности информации о структуре собственников и аффилированных лицах, независимо от организационно-правовой формы регистратора, а также о структуре доходов регистратора в разрезе крупнейших клиентов¹;

в) совершенствуя нормативную правовую базу с целью максимально жесткой регламентации действий регистратора при проведении операций, создавая, таким образом, условия, при которых у регистратора не будет возможности манипулирования ситуацией.

2) Совершенствование законодательства, регламентирующего учет прав собственности необходимо осуществлять по следующим направлениям:

а) Совершенствование законодательной базы с целью более четкой регламентации порядка исполнения решений судов о восстановлении прав владельцев; восстановления прав владельцев в случае восстановления утраченных реестров; исполнения судебных решений и решений судебных приставов исполнителей, предписывающих передать реестр, не передавать реестра, прекратить операции в реестре; исполнения судебных решений и решений судебных исполнителей, предписывающих арестовать или изъять реестр.

Необходимо также предусмотреть меры, предотвращающие возникновение двойных реестров, определяющие ответственность эмитента за возникновение двойного реестра вплоть до уголовной ответственности руководителя эмитента².

б) Совершенствование нормативной правовой базы с целью максимально жесткой регламентации порядка проведения операций регистратором³.

Существующие меры административной ответственности регистраторов за неправомерные действия не соответствуют тяжести этих нарушений и

эмитентов, при этом не фиксированная часть может покрываться не только за счет собственного капитала, но и за счет механизмов страхования и банковских гарантий.

¹ См.: Калинин М.Н. Корпоративный конфликт глазами регистратора // Акционерное общество <http://www.mer-icq.narod.ru>

² См.: Осинковский А.Д. Манипуляции с реестром // Директор info. – 2002. – №21. <http://www.director-info.ru/>

³ А именно: а) процедуры взаимодействия регистратора и номинального держателя; б) процедуры приема-передачи реестра; в) особенности учета ценных бумаг, принадлежащих государству; г) порядка сохранения информации; д) порядка нумерации счетов.

ущербу, который может быть причинен инвесторам в результате их совершения. В целях обеспечения адекватности мер ответственности необходимо существенное увеличение размеров штрафов за нарушения, совершаемые регистраторами.

3) Совершенствование технологии работы регистраторов. Одним из эффективных механизмов улучшения надежности регистрации прав собственности является введение обязательных критериев, определяющих качество работы регистраторов, уровень технологического развития¹.

Важнейшим элементом, обеспечивающим снижение рисков учетной системы, является страхование ответственности регистраторов перед третьими лицами².

При этом планируется введение, как обязательного страхования, так и стимулирование добровольного страхования ответственности регистраторов. Необходимо признать страхование регистраторских рисков обязательным условием осуществления профессиональной деятельности по ведению реестров владельцев ценных бумаг. Ввести минимальный размер обязательного страхования и список рисков, подлежащих страхованию, и в первую очередь, – ответственность перед третьими лицами.

Другими участниками рынка ценных бумаг являются депозитарии – организации, которые оказывают услуги по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав собственности на ценные бумаги. Иными словами депозитарий ведет счета, на которых учитывается ценные бумаги, переданные ему клиентами на хранение, а также непосредственно хранит сертификаты этих ценных бумаг.

¹ К таким критериям можно отнести следующие: а) требования к технологии работы с номинальными держателями в части проведения операций, в части формирования перечня владельцев ценных бумаг к собранию, проведения операций и т.д.; б) требования к технологии работы с номинальными держателями в части обеспечения ежедневной сверки информации о количестве учитываемых ценных бумаг по итогам единого операционного дня; в) требования к программному обеспечению, в том числе в части разграничения доступа к информации и в части сохранности информации; г) требования к системам сохранения информации, гарантирующим восстановление системы учета прав собственности в случае возникновения нестандартных ситуаций, технических сбоев, ошибок и т.п.; д) требования к помещениям, в том числе к помещению для приема посетителей, архиву и помещению, в котором расположен сервер содержащий информацию реестров.

² Такое страхование должно покрывать, в первую очередь, следующие риски: а) технические ошибки и сбои компьютерного оборудования; б) непреднамеренные действия сотрудников; в) несоблюдение или ненадлежащее исполнение сотрудниками регистраторов своих должностных обязанностей.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на эти ценные бумаги, именуется депонентом.

Заключение договора о депозитарном обслуживании не влечет за собой перехода к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента¹.

Деятельность депозитариев регулируется Законом Республики Узбекистан "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг"²; Положением "О требованиях по осуществлению депозитарной деятельности"³; Положением "О порядке действий при приостановлении и прекращении депозитарной деятельности"⁴; Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан "О вопросах организации и деятельности Центрального депозитария ценных бумаг"⁵ и др.

Следует отметить, что на современном этапе деятельность регистраторов и депозитариев приобретает особое значение, т.к. широкое распространение бездокументарных ценных бумаг и внедрение информационных технологий в деятельность на рынке ценных бумаг накладывает свои особенности, которые выдвигают требования по повышению качества оказываемых услуг в этой сфере. Это, в частности, предполагает разработку единой базы данных, активное внедрение электронной системы учета и хранения, как наиболее надежного и оперативного средства.

Нельзя не отметить, при этом, что меры законодательного характера в этой области уже реализуются. Подтверждением тому является Положение "О системе Единой базы депонентов в депозитарной системе Республики Узбекистан"⁶, Порядок ведения Единого государственного реестра выпусков ценных бумаг и Национальной цифровой системы идентификации ценных бумаг⁷; Правила эксплуатации (использования) программно-технических

¹ Ст. 13 Закона РУз "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" от 25.04.1996г. №218-1.

² От 29.08.1998г. № 672-1.

³ Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ 27.08.1999г. Зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 31.08.1999г. № 809.

⁴ Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ 13.03.2002 г. № 2002-02. Зарегистрировано Министерством Юстиции 23.04.2002г. № 1130.

⁵ От 21.05.1999 г. № 263.

⁶ Приложение № 2 к Постановлению КМ РУз от 29.04.2003г. № 196.

⁷ Зарегистрирован Министерством Юстиции РУз 10.07.1998г. № 453.

комплексов Центрального депозитария и депозитариев второго уровня, фондовых бирж, систем внебиржевых торгов ценными бумагами и расчетно-клиринговых организаций¹ и др.

Рассмотрим правовое положение следующего участника рынка ценных бумаг – расчетно-клиринговых организаций. Это специальная организация банковского типа, которая осуществляет расчетное обслуживание участников организационного рынка ценных бумаг. Ее главными целями являются:

- минимальные издержки по расчетному обслуживанию участников рынка;
- сокращение времени расчетов;
- снижение до минимального уровня всех видов рисков, которые имеют место при расчетах.
- ускорение оборота ценных бумаг на биржевом и внебиржевом рынках;
- предотвращение задержек и неплатежей при заключении сделок на рынке ценных бумаг.

Таким образом, клирингом признается деятельность по определению, уточнению и зачету взаимных обязательств, предусматривающая осуществление операций по сбору, сверке, корректировке информации по сделке и подготовке бухгалтерских документов для исполнения гражданско-правовых сделок с ценными бумагами².

Соответственно инвестиционные институты, осуществляющие расчетно-клиринговые операции по сделкам с ценными бумагами, именуется расчетно-клиринговой палатой (организацией).

Деятельность расчетно-клиринговых палаты регулируется Положением "О расчетно-клиринговых палатах на рынке ценных бумаг"³, "О расчетных (клиринговых) палатах товарно-сырьевых бирж Республики Узбекистан"⁴, Порядком взаимодействия Центрального депозитария с торговыми и расчетно-

¹ Утверждены Приказом генерального директора Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при ГКИ от 31.05.2001г. № 2001-4.

² Ст. 14 Закона РУз "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" от 25.04.1996г. №218-I.

³ Приложение №1 к Постановлению КМ РУз от 29.04.2003 г. №196.

⁴ Утверждено ГКИ 06.05.1999г. № 8. Зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 10.08.1999г. № 800.

клиринговыми системами¹.

Особый интерес представляет проблематика правового регулирования оказания андеррайтинговых услуг на рынке ценных бумаг.

Андеррайтинговая деятельность (андеррайтинг) представляет собой деятельность по оказанию услуг по организации выпуска и гарантированного размещения ценных бумаг эмитента на основании договора между андеррайтером и эмитентом.

Следует отметить, что регулирование андеррайтинговой деятельности представлено Положением Об андеррайтинговой деятельности на рынке ценных бумаг², которое регулирует ответственность и основы взаимодействия эмитента и андеррайтера в процессе выпуска и гарантированного первичного размещения ценных бумаг эмитента.

К основным услугам, оказываемым андеррайтером относится:

- формирование оптимальной структуры выпуска и размещения ценных бумаг;
- составление и предоставление инвесторам инвестиционного меморандума;
- проведение предварительной подписки на право приобретения ценных бумаг от предполагаемого объема выпуска;
- проведение маркетинговых исследований, в том числе, изучение конъюнктуры и емкости рынка исходя из предварительной подписки от потенциальных инвесторов на право приобретения ценных бумаг от предполагаемого объема выпуска;
- составление проспекта эмиссии, операционной документации и гарантированного обязательства, определяющего характер андеррайтинговых услуг;
- проведение гарантированного размещения ценных бумаг эмитента

¹ Утвержден Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при ГКИ 29.11.1999г. Зарегистрирован Министерством Юстиции РУз 16.12.1999г. № 854.

² Утверждено Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан 21.12.1999г. Зарегистрировано Министерством юстиции Республики Узбекистан 28.12.1999г. №860.

(размещение выпуска по определенной минимальной цене) в соответствии с принятыми обязательствами и сроками;

– выплата эмитенту средств от размещения ценных бумаг;

– оговариваемое в проспекте эмиссии (договоре об оказании андеррайтинговых услуг) осуществление первоначальной поддержки размещенных ценных бумаг (данной эмиссии) на вторичном рынке и др.

Заметим, что законодательством установлены требования к осуществлению андеррайтерской деятельности. Так, в качестве андеррайтеров в Республике Узбекистан могут выступать только инвестиционные посредники, инвестиционные компании и коммерческие банки. Кроме того, для осуществления андеррайтинговой деятельности инвестиционный институт должен иметь лицензию уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг – на право осуществления деятельности в качестве инвестиционного посредника или инвестиционной компании, либо, Центрального банка на право проведения банковских операций.

Более того, существует требование о наличии аудиторского заключения, подтверждающего положительный финансовый результат деятельности инвестиционного института в течение трех последних лет (п.2.1).

Надо заметить, что выбор андеррайтера может проводиться эмитентом на основе предварительных переговоров с инвестиционными институтами – потенциальными кандидатами на оказание услуг по андеррайтингу, либо путем проведения публичного (либо закрытого) конкурса (тендера) на право предоставления услуг по андеррайтингу.

Последующие взаимоотношения между эмитентом и андеррайтером в процессе размещения ценных бумаг определяются заключаемым между ними договором об оказании андеррайтинговых услуг. Подобный договор подготавливается андеррайтером в зависимости от структуры выпуска, характера андеррайтинга и типа эмитента в соответствии с действующим законодательством Республики Узбекистан. Договор должен включать в себя следующие существенные условия:

- условия размещения ценных бумаг и характер обязательств андеррайтера;
- размер и порядок выплаты вознаграждения за услуги;
- условия и порядок взаимоотношений между эмитентом и андеррайтером в процессе размещения;
- условия и порядок взаимоотношений между эмитентом и андеррайтером после размещения (поддержка андеррайтером размещенной эмиссии на вторичном рынке) и др.

В Узбекистане органом, осуществляющим регулирование фондового рынка, является Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе республики. Он был создан Указом Президента Республики Узбекистан 26 марта 1996г. в целях повышения эффективности функционирования и государственного регулирования рынка ценных бумаг, координации деятельности его участников, обеспечения надежной защиты прав и интересов инвесторов¹.

Центр имеет свои территориальные подразделения (отделы) в каждой области. Решения Центра, принятые в пределах его полномочий, являются обязательными для исполнения государственными и местными органами управления, хозяйствующими субъектами, профессиональными и непрофессиональными участниками рынка ценных бумаг, их объединениями, ассоциациями, а также всеми резидентами и нерезидентами республики, осуществляющими операции с ценными бумагами на территории Узбекистана

В то же время к государственному регулированию рынка ценных бумаг в Узбекистане причастны и другие органы государственного управления - такие, как Центральный банк, осуществляющий контроль за сферой выпуска и обращения депозитных сертификатов банков, банковских и коммерческих векселей, Центральный депозитарий, в компетенцию которого входят хранение безналичных ценных бумаг, учет на территории Республики Узбекистан

¹ Указ Президента РУз "Об образовании Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан" от 26.03.1996г. №УП-1414.

ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, а также на зарубежных фондовых рынках ценных бумаг, выпущенных резидентами Республики Узбекистан, а также Министерство финансов, регулирующее эмиссию, обращение и погашение государственных ценных бумаг, в частности государственных краткосрочных облигаций.

Кроме того, существует Агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан¹, которое является неправительственной организацией и осуществляет следующие функции:

- создание, ввод в эксплуатацию и обеспечение функционирования системы информационного обеспечения инвесторов и населения о состоянии рынка ценных бумаг и его участниках на основе сети региональных информационно-консультационных центров, формирования банков данных и развитых сетей их передачи;

- консультационное и информационно-справочное обслуживание участников рынка ценных бумаг, включая физические лица, обеспечение их необходимыми сведениями о деятельности акционерных обществ, котировках цен на акции и т.д.;

- оказание на договорной основе клиентам услуг по анализу состояния и прогнозу развития рынка ценных бумаг, а также по осуществлению инвестиционной политики юридическими и физическими лицами;

- осуществление аудиторских услуг и услуг по разработке бизнес-планов развития предприятий.

¹ Постановление Кабинета Министров РУз "О вопросах организации и деятельности Агентства по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан" от 25.04.1996 г. № 161.

§ 3.2. Институты саморегуляции рынка ценных бумаг

В целом современная концепция развития рынка ценных бумаг лежит в основе представлений о введении рыночного саморегулирования и является центральной в обеспечении рыночной стабильности.

К институтам саморегуляции в сфере рынка ценных бумаг следует отнести, в первую очередь, фондовые биржи, обладающие целым набором механизмов обеспечения раскрытия информации, прежде всего, устанавливая требование предоставления сведений о компании на рынке в качестве одного из главных условий выставления ее акции на торги.

В этой связи хотелось бы особо выделить роль бирж как ключевого института саморегуляции и одного из основных атрибутов развитых рыночных отношений. Устанавливая высокие требования доступа на биржу и стандарты функционирования на ней, последние *de facto* обеспечивают надежный режим исполнения договорных обязательств.

Кроме того, биржи обладают целым набором механизмов разрешения споров, оптимизации системы расчетов, обеспечения раскрытия информации, что в совокупности обеспечивает привлекательность биржевого рынка¹.

В целом, система биржевой торговли является важнейшим элементом всей инфраструктуры рынка ценных бумаг, центральным звеном его функционирования. Институт биржевой торговли обеспечивает условия для снижения инвестиционных рисков, формирования рыночных цен на ценные бумаги, повышения ликвидности ценных бумаг, формирования практики и обычаев делового оборота профессиональных участников фондового рынка.

Важно при этом учитывать, что биржи, устанавливая повышенные требования к участию в торгах не должны таем самым способствовать излишней зарегулированности отношений, ибо это может негативно отразиться на эффективности функционирования самой биржи и стимулировать

¹ Bernard S. Black. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets // UCLA Law Review. – 2001. – №781. – P. 841– 843.

участников к выводу своих активов на внебиржевой рынок.

Отметим, что на сегодняшний день в Узбекистане, несмотря на существенные темпы роста биржевых торгов¹, биржи пока не стали тем институтом, который бы мог эффективно воздействовать на экономическую ситуацию в стране и обеспечивать функционирование рыночных механизмов.

Институциональные основы системы саморегулирования фондового рынка в Республике Узбекистан представлены РФБ "Тошкент" и Узбекской республиканской товарно-сырьевой бирже.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан "О биржах и биржевой деятельности", биржа – это юридическое лицо, создающее условия для торговли биржевыми товарами путем организации и проведения публичных и гласных биржевых торгов на основе установленных правил в заранее определенном месте и в определенное время².

Биржи могут создаваться в любых организационно-правовых формах, предусмотренных законодательством.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" фондовая биржа - организация, исключительным предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен (цен, отражающих равновесие между спросом и предложением на ценные бумаги) и надлежащее распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.

Так, создание РФБ "Тошкент" было осуществлено согласно Указа Президента Республики Узбекистан "О мерах по дальнейшему углублению экономических реформ, обеспечению защиты частной собственности и

¹ Так, по состоянию на 1 полугодие 2004г. на биржевом рынке реализовано акций на общую сумму 17,73 млрд. сум. Данный показатель увеличился по сравнению с прошлым периодом более чем в 2,2 раза. В том числе на первичном биржевом рынке было реализовано акций на сумму 7,9 млрд. сум., на вторичном биржевом рынке – на сумму 9,8 млрд. сум. Кроме того, заключены сделки по купле-продаже облигаций на сумму 153, 5 млн. сум. При этом на внебиржевом рынке реализовано акций на сумму 34,68 млрд. сум, в том числе: на первичном рынке на сумму 24,15 млрд. сум; на вторичном рынке на сумму 10,53 млрд. сум. Сделки по купле-продаже облигаций заключены на сумму 12,62 млрд. сум. См.: Приватизация и развитие класса собственников // Информационно-аналитический бюллетень Госкомимущества РУз по итогам 1 полугодия 2004 г. – Т., 2004г.

² Новая редакция утверждена Законом РУз от 29.08.2001г.

развитию предпринимательства"¹. В последующем некоторые организационные моменты деятельности биржи были урегулированы Постановлением Кабинетом Министров Республики Узбекистан "О мерах по обеспечению эффективной деятельности республиканской фондовой биржи "Тошкент" и развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг"² и др.

Фондовая биржа, согласно Закону Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" – это организация, исключительным предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен (цен, отражающих равновесие между спросом и предложением на ценные бумаги) и надлежащее распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг³.

Фондовая биржа регистрируется в соответствии с законодательством Республики Узбекистан и получает лицензию на ведение биржевой деятельности с ценными бумагами в Центре.

В соответствии с Положением «О лицензировании биржевой деятельности»⁴ лицензионными требованиями и условиями при осуществлении биржевой деятельности являются:

- а) соблюдение законодательства в сфере осуществления биржевой деятельности;
- б) наличие функционирующей электронной системы биржевых торгов;
- в) соответствие требованиям по минимальному размеру уставного фонда, предусмотренному законодательством. Размер уставного фонда биржи не может быть менее десятикратного размера минимальной заработной платы, установленной законодательством на дату регистрации биржи;
- г) наличие системы гарантирования исполнения заключенных биржевых сделок;
- д) обеспечение конфиденциальности информации в соответствии с

¹ От 21.01.1994г. № УП-745.

² От 08.06.1994г. № 285.

³ Ст. 17 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже" 02.09.1993г. № 918-ХП.

⁴ Приложение к Постановлению Кабинета Министров РУз от 04.02.2003г. №66.

законодательством;

е) наличие в правилах биржевой торговли положений о:

– допуске к биржевым торгам членов биржи, имеющих аттестат профессиональных участников биржевой торговли, выдаваемый Госкомимуществом Республики Узбекистан (за исключением фондовых бирж и фондовых отделов иных бирж);

– допуске к биржевым торгам на фондовой бирже (фондовых отделах иных бирж) членов биржи, имеющих лицензию на право осуществления деятельности в качестве инвестиционных институтов;

– процедурах допуска к обращению и исключению из обращения биржевых товаров;

– котировке цен на биржевые товары и порядке раскрытия информации о них;

– предотвращении манипулирования ценами на бирже и неправомерного использования конфиденциальной информации;

ж) осуществление реализации на биржевых торгах исключительно товаров, включенных в заранее публикуемый биржевой бюллетень, к которому имеется широкий доступ потребителей и производителей продукции, одновременно запрещается реализация товаров, не включенных в заранее опубликованные бюллетени;

з) проведение централизованных биржевых торгов, при наличии филиалов, с предоставлением всем членам биржи возможности одновременного участия в этих торгах;

и) осуществление котировки на биржевые товары на основе соотношения спроса и предложения по ним;

к) раскрытие информации в соответствии с законодательством;

л) предоставление по требованию лицензирующего органа информации, связанной с осуществлением биржевой деятельности.

м) проведение биржевых торгов исключительно в электронной системе биржевых торгов, обеспечивающей одновременный и равный доступ всем

членам биржи на всей территории Республики Узбекистан;

н) хранение в течение трех лет введенной информации о сделках в виде электронных протоколов, автоматически составляемых электронной системой биржевых торгов и содержащих информацию о наименовании товара, единице измерения, количестве лотов, виде операции, цене, по которой товар выставлен и цене, по которой зарегистрирована сделка, базисных условиях поставки согласно правилам Incoterms, сторонах сделки, точном времени совершения сделки;

о) включение в биржевые бюллетени только биржевых товаров, обладающих стандартными, однородными свойствами, реализуемых оптовыми партиями и не требующих предварительного осмотра;

п) наличие на бирже не менее 100 реализованных (предоставленных безвозмездно) брокерских мест;

р) соблюдение квалификационных требований к руководителям товарно-сырьевых бирж.

Деятельность товарно-сырьевых бирж во многом регулируется Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по совершенствованию деятельности товарно-сырьевых бирж"¹.

Кроме того, биржи могут устанавливать повышенные стандарты в области раскрытия информации в целях обеспечения режима транспарентности функционирования на бирже.

Биржа, являясь центральным звеном организованного рынка ценных бумаг, имеет возможность собирать, обрабатывать и предоставлять массу информации о состоянии фондового рынка, основных тенденциях и направлениях развития. Это, на наш взгляд, существенно повысит эффективность работы по защите интересов инвесторов возложение на организаторов торговли функций информационного агента государства на рынке ценных бумаг. В рамках этой задачи организаторы торговли должны

¹ От 31.05.2004г. № 251.

собирать информацию, на основе которой другие органы государственного управления могли бы проводить необходимый анализ рынка и оперативно реагировать на неблагоприятные изменения структуры рынка, а также на отдельные факты нарушения прав инвесторов.

В Великобритании, например, компании, желающие разместить свои акции на Лондонской фондовой бирже (London Stock Exchange)¹ пройти процедуру листинга и предоставить в соответствующей форме документы и проспекты эмиссии акций для инспектирования и раскрытия в Котировочный департамент фондовой биржи (Quotation Department), а также в Совет фондовой биржи, который наделен соответствующими административными полномочиями, согласно Правилам листинга фондовой биржи 1984г.² Так, компании, состоящие в листинге, обязаны направлять в Котировочный департамент уведомление и особый пояснительный документ (circular), в которых должны содержаться данные о решениях, принятых на общих собраниях акционеров, выходящих за рамки обычной деятельности компаний, для целей одобрения и последующего опубликования³.

Надо заметить, что Лондонская фондовая биржа является одной из передовых в области высоких технологических и организационных стандартов. Так, при ней была образована Автоматизированная биржа инвестиций в реальном времени (Automated Real–Time Investments Exchange Ltd).

В США также важную роль в вопросах регулирования фондового рынка играют фондовые биржи, такие как, Американская фондовая биржа (American Stock Exchange),⁴ а также одна из крупнейших в мире – Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange)⁵. Корпорации, состоящих в листинге NYSE должны раскрывать информацию о наиболее важных фактах их финансово-хозяйственной деятельности, способных повлиять на котировки цен

¹ <http://www.londonstockexchange.com>

² Burgess R. Corporate Financial Law. – L.: Sweet & Maxwell. – 1985. – P. 21.

³ См. подробнее: Mayson S.W., French D., Ryan C.L. Company Law. – Blackstone Press Ltd., 1992. – P. 348 – 349.

⁴ <http://www.amex.com>

⁵ <http://www.nyse.com>

на акции данной корпорации¹. Кроме того, биржи в своих правилах обязывают компании раскрывать основную корпоративную информацию в пресс-релизах, размещаемых в электронном виде через специализированные информационные агентства, как то "Dow Jones", "Reuters" и т.д.²

В целях повышения прозрачности отечественного рынка ценных бумаг, обеспечения механизма справедливого формирования цен, недопущения использования инсайдерской информации, манипулирования ценами, а также в целях контроля за сделками с аффилированными лицами полагаем необходимым сформировать систему мониторинга, интегрированную в технологию самих торгов ценными бумагами. В этом случае мониторинг операций с ценными бумагами может осуществляться в режиме реального времени, а расследование сомнительных сделок может начинаться с момента их совершения.

Особый режим информационной прозрачности сделок с ценными бумагами позволит не только минимизировать злоупотребления со стороны участников торгов, но и снизить естественную неопределенность, которая существует на рынке ценных бумаг, а следовательно, снизить риски инвесторов.

Помимо этого очень часто в процессе корпоративного управления возникают ситуации, когда в силу ряда причин, например, при незначительном размере пакета акций, или отсутствии больших финансовых возможностей, акционеры не могут самостоятельно (в одиночку) реализовать или защитить свои права на получение информации в судебных и иных инстанциях. И в законодательстве многих развитых стран закреплены своего рода организационные гарантии обеспечения и защиты прав акционеров, осуществляемые с помощью специализированных государственных органов власти (организаций) и негосударственных структур. Об этом заявлено и на международном уровне.

¹ Согласно ст. 202.05 NYSE Listed Company Manual <http://www.nyse.com>

² <http://www.reuters.com>; <http://www.dowjones.com>

Так, в разделе II Аннотаций к Принципам ОЭСР, сказано, в частности, что многие страны пришли к выводу, что альтернативные процедуры разрешения споров, такие, как административные слушания или арбитражные процедуры, организованные органами, регулируемыми рынки ценных бумаг, или другими регулируемыми органами, представляют собой эффективный метод урегулирования споров, по крайней мере, в качестве первой инстанции¹.

Можно выделить следующие три основных вида негосударственных форм защиты прав инвесторов, включая право на информацию (в зависимости от субъектов их осуществляющих):

- саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО):
 - общественными организациями по защите прав вкладчиков и акционеров;
 - самозащита прав инвесторов в частно–правовом порядке².

Цель создания и деятельности СРО – самостоятельное, помимо государства, регулирование отношений между профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также между профессиональными участниками и их клиентами, преимущественно потенциальными инвесторами.

К полномочиям саморегулируемых организаций в области корпоративных отношений, как правило, относятся:

- а) установление правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- б) применение санкций и меры воздействия к своим членам, нарушающим требования законодательства о ценных бумагах;
- в) вынесение предложений по совершенствованию законодательства в органы государственной власти;
- г) разработка правил по обеспечению открытости информации.

В Великобритании, например, компании, желающие поместить свои

¹ The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999, with amendments 22.04.2004.

² Baird M. Transparency and Corporate Governance. 25.05.2000 <http://www.worldbank.com>

акции для целей публичного размещения в официальный список или листинг (Stock Exchange Official List)¹, должны предоставить в соответствующей форме документы и проспекты эмиссии акций для инспектирования и раскрытия в Котировочный департамент фондовой биржи (Quotation Department), а также в Совет фондовой биржи, который наделен соответствующими административными полномочиями, согласно Правилам листинга фондовой биржи 1984 г.². Так, компании, состоящие в листинге, обязаны направлять в Котировочный департамент уведомление и особый пояснительный документ (circular), в которых должны содержаться данные о решениях, принятых на общих собраниях акционеров, выходящих за рамки обычной деятельности компаний, для целей одобрения и последующего опубликования³.

При этом в Великобритании фондовая биржа, например Лондонская фондовая биржа, занимает доминирующее положение как на рынке вновь эмитируемых акций компаний, так и на рынке акций, которые компании эмитировали ранее.

После 1972 г. там стали появляться и другие участники фондового рынка, заключающие сделки вне биржи (over-the-counter), а также организации, обеспечивающие их деятельность и способствующие защите прав инвесторов на этом рынке, например Автоматизированная биржа инвестиций в реальном времени (Automated Real-Time Investments Exchange Ltd)⁴.

Наряду с этим среди негосударственных структур, обеспечивающих основные права инвесторов-акционеров, включая право на информацию, следует назвать созданную еще в 1919 г. Северо-американскую ассоциацию администраторов ценных бумаг (НАСАА)⁵, которая по сути является межрегиональной организацией, включающей в своем составе участников-представителей нескольких стран, в том числе США и Канаду⁶.

НАСАА осуществляет свою деятельность через проектные группы,

¹ <http://www.londonstockexchange.com>

² См.: Burgess R. Corporate Financial Law. – L.: Sweet & Maxwell. – 1985. – P. 21.

³ См. подробнее: Mayson S.W., French D., Ryan C. L. Company Law. – Blackstone Press Ltd., 1992. – P. 348 – 349.

⁴ См.: Burgess R. Op. cit. – P. 23.

⁵ North American Securities Administration Association, inc. (NASAA)

⁶ См. подробнее: <http://www.nasaa.org>

организованные по четырем секциям в следующих сферах: регулирование деятельности брокеров и дилеров, инвестиционных советников, надзор за исполнением требований законодательства в сфере рынка ценных бумаг на государственном, провинциальном и территориальном уровнях, корпоративные финансы, администрирование и технологии¹.

В рамках этой организации проектные группы участвуют в разработке кодексов и нормативных актов для принятия в качестве внутренних нормативов членами данной организации. Известны такие разработки данной организации, как Единообразный закон о ценных бумагах (Uniform Securities Act (USA)) 1956 г., Пересмотренный единообразный закон о ценных бумагах (Revised Uniform Securities Act (RUSA)) 1985 г.². Помимо этого, члены данной организации активно участвуют в обмене информацией и обучении персонала.

В США заметное место в сфере обеспечения и защиты прав инвесторов–акционеров на информацию принадлежит такой известной негосударственной организации, как Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (НАСД)³ и ее родственным структурам⁴.

Данная организация действует в соответствии с Законом "О ценных бумагах и фондовых биржах" 1934 г., и обеспечивает права инвесторов главным образом путем осуществления контроля за деятельностью ее членов-участников фондового рынка, прежде всего – дилеров, обучения специалистов в сфере фондового рынка, их тестирования, проведения иных мероприятий, поддерживающих инвесторов в сфере фондового рынка. Кроме того, согласно, ассоциация должна иметь правила, способствующие предотвращению мошеннических действий и развитию принципов справедливости и равенства на рынке внебиржевых сделок⁵.

Помимо этого, среди саморегулируемых организаций США важную роль в вопросах регулирования фондового рынка и обеспечения раскрытия

¹ Ibid.

² <http://www.lexis.com>

³ National Association of Securities Dealers (NASD)

⁴ См: <http://www.nsdr.com>

⁵ § 15A (Б) (6) Закона «О ценных бумагах и фондовых биржах» 1934 г. <http://www.lexis.com>

корпоративной информации играют фондовые биржи, например, Американская фондовая биржа (American Stock Exchange (AMEX)),¹ а также самая крупная и важная в США Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE)². Публичные корпорации, состоящих в листинге NYSE должны раскрывать информацию о наиболее важных фактах их финансово-хозяйственной деятельности, могущих повлиять на котировки цен на акции данной корпорации³. Кроме того, биржи в своих правилах обязывают компании раскрывать основную корпоративную информацию в пресс-релизах, размещаемых в электронном виде через специализированные информационные агентства, например "Dow Jones", "Reuters"⁴

Весьма интересным и эффективным, с точки зрения обеспечения прав инвесторов-акционеров на информацию, является механизм раскрытия корпоративной информации через Интернет на сайтах фондовых бирж⁵.

Так, на сайте Лондонской фондовой биржи можно найти, в частности, следующую актуальную для акционеров (потенциальных акционеров) информацию:

- а) сведения о текущих биржевых ценах на акции компаний;
- б) сведения о новых эмиссиях акций компаний;
- в) информация о компаниях-эмитентах, допущенных к биржевому листингу, включая сведения о директорах компаний, месте инкорпорации компаний, видах деятельности компаний, дате окончания финансового года компании, лицах, заинтересованных в сделках компаний;
- г) биржевая статистика;
- д) контактная информация о государственных органах и негосударственных структурах, обеспечивающих права инвесторов⁶.

Информация о рыночных показателях и текущих делах компаний, об

¹ См: <http://www.amex.com>

² См.: <http://www.nyse.com>

³ Согласно ст. 202.05 NYSE Listed Company Manual <http://www.nyse.com>

⁴ <http://www.reuters.com> <http://www.dowjones.com>

⁵ Robert E. Litan, Peter J. Wallison Corporate Disclosure in the Internet Age // Washington D .C. AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, 2000. – P.36.

⁶ См. подробнее в Интернет; <http://www.londonstockexchange.com/default.asp>

участниках фондового рынка и корпоративных предложениях по слиянию/разделению фирм в США раскрывается в онлайн-информационных системах Федеральной торговой комиссии и Комиссии по ценным бумагам: EDGAR (Electronic Data Gathering, Analyzing and Retrieval¹) – системе раскрытия информации об участниках фондового рынка, которую ведет Комиссия по ценным бумагам США (Securities and Exchange Commission – SEC²). EDGAR представляет собой систему автоматического сбора и обработки данных, которые компании обязаны по закону предоставлять Комиссии по ценным бумагам. Цель системы EDGAR в интересах инвесторов и самих корпораций повысить эффективность и честность рынка ценных бумаг, ускорив процесс получения и публичного раскрытия информации, которая поступает в комиссию от участников фондового рынка. К 6 мая 1996 г. было завершено обязательное размещение данных всех американских и иностранных компаниях, работающих на фондовом рынке США. Новые эмитенты также должны заполнять соответствующие формы и направлять их в Комиссию, а далее все эти сведения будут включены в EDGAR. С 1 января 1998 г. бумажные формы отчетности SEC не принимает вообще³.

В Интернете с информацией из EDGAR можно ознакомиться как на сайте SEC⁴, так и на сайтах различных частных компаний. Причем информация на официальном сайте появляется спустя 24 часа после ее занесения в EDGAR. По закону государственные организации в США вправе делать доступ к такой информации платным. SEC так и поступает, продавая самую последнюю информацию различным компаниям. Частные службы доступа к EDGAR – в основном платные и позволяют получать информацию в реальном времени, но и есть и те, которые держатся за счет рекламы, например, FreeEDGAR⁵.

Мы полагаем, что полезными источниками информации для инвесторов

¹ См.: <http://www.sec.gov/edgarhp.htm>

² См.: <http://www.sec.gov>

³ См.: Ляпоров В., Узуев А. Опыты раскрытия информации в США // Компьютерра. 1998 <http://www.computerra.ru/offline>

⁴ <http://www.sec.gov/edgarhp.htm>

⁵ <http://www.freeedgar.com/index.html>

будут вышеназванный сайт "EDGAR" а также ряд частных сайтов¹. Не менее важно сравнить кредитный рейтинг интересующего эмитента с рейтингом других эмитентов. Это можно сделать, используя информацию, размещенную на сайтах рейтинговых агентств Moody's и Standard & Poors².

Если обратиться к анализу опыта США, то прогнозы или заявления о перспективах развития корпораций, затрагивающие возможные в будущем события или результаты, не считаются особо важными фактами о деятельности корпораций и не попадают в сферу обязанностей корпораций по раскрытию информации, однако Комиссия США всячески поддерживает раскрытие корпорациями информации такого рода.

Кроме того, Комиссия вправе проводить расследования, направленные на выяснение истинности сведений, указанных в заявлении для регистрации эмиссии акций. При этом любой член Комиссии (всего их 5 человек) или уполномоченное ею должностное лицо имеет право, в частности, снимать свидетельские показания, требовать опубликования и предоставления буклетов, документов, отчетов, которые, по мнению комиссии, относятся к делу. Члены Комиссии и уполномоченные ими лица имеют право осуществлять данные полномочия на всей территории США. В отношении нарушителей норм корпоративного права, связанных с эмиссией акций, данный государственный орган вправе устанавливать штрафные санкции.

Следует отметить, что в Комиссии, наряду с прочими, имеются Отдел по международным вопросам (Office of International Affairs) и Отдел по законодательству (Office of Legislative Affairs). Прежде всего через них Комиссия ведет на международном уровне активную работу по унификации и сближению систем корпоративного права США и Канады. В 1991 г. Комиссия сделала существенный шаг к интернационализации законодательства по ценным бумагам, утвердив "мультиюрисдикционную систему раскрытия корпоративной информации" (multijurisdictional disclosure system), на основе

¹ <http://www.financialweb.com> <http://www.companysleuth.com> , <http://www.hoovers.com> , <http://www.financewise.com> <http://www.bloomberg.com>

² www.moody.com www.standardpoor.com

которой канадские корпорации-эмитенты акций при соблюдении определенных условий могут регистрировать свои акции для продажи в США, используя при этом документы по раскрытию информации, подготовленные с учетом требований канадских властей¹. Одновременно комиссии по ценным бумагам трех канадских провинций утвердили аналогичные правила, разрешающие эмитентам США регистрировать свои ценные бумаги для продажи в Канаде, используя документы по раскрытию информации, соответствующие требованиям Комиссии США.

Определенная близость корпоративного права двух стран прослеживается и на уровне прецедентного права. Примером может служить известное судебное дело SEC v. Texas Gulf Sulphur из судебной практики США, согласно которому рассматривалась возможность применения мер ответственности за "исайдер-трейдинг"², в отношении одного из ответчиков. Он был инженером корпорации Gulf Sulphur, жил в Канаде и разместил свою заявку на сделку с ценными бумагами у брокера в Торонто (при этом он сделал заявку по телефону из Нью-Йорка, а сама заявка была выполнена на фондовой бирже США)³. Суд США признал данную сделку относящейся к США, а также установил, что ответчику на законных основаниях может быть вручена соответствующая судебная повестка по адресу его местожительства в Канаде.

Среди задач саморегулируемых организаций особо следует выделить: во-первых, формирование системы сбора информации о деятельности эмитентов; во-вторых, формирование информационной базы данных, создание системы анализа информации; в-третьих, создание системы распространения информации; в-четвертых, организация внесудебной и судебной защиты прав и интересов инвесторов.

Для того, чтобы раскрытие информации о существенных фактах служило тем задачам, которые предусмотрены международной практикой надо создать систему контроля за раскрытием такой информации путем анализа котировок

¹ См.: Ratner D L. Securities Regulation in Nutshell. // St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1992. – P. 296– 297.

² Установленных Правил 10 b-5 Закона «О ценных бумагах и фондовых биржах» 1934г.

³ См.: SEC v. Texas Gulf Sulphur, 258 F. Supp. 262,287 (S.D.N.Y. 1966).

ценных бумаг компаний. Основными агентами регулятора в данном случае должны быть организатор торговли или ее участники (брокеры и дилеры) – именно они способны постоянно осуществлять мониторинг цен. Регулятор может обязать организатора торговли или брокеров и дилеров незамедлительно информировать регулятора о "необычных" колебаниях цен, поводом для которых могут послужить события, связанные с компанией.

В настоящее время в разных странах мира функционируют различные органы регулирования рынка ценных бумаг. Эти страны в зависимости от особенностей подходов к государственному регулированию рынка ценных бумаг в той или иной степени используют сочетание государственного контроля с контролем со стороны саморегулируемых организаций.

При этом независимо от того, какой принцип организации контроля реализуется, соотношение между государственным регулированием и регулированием со стороны профессиональных объединений участников фондового рынка может быть самым разнообразным. В некоторых странах решение подавляющей части ключевых вопросов передано в ведение органов государственного управления рынка ценных бумаг. В других же напротив – значительная часть вопросов передана в ведение саморегулируемых организаций – фондовых бирж, различных ассоциаций, которые самостоятельно устанавливают "правила игры", но в рамках общих законодательных норм.

В тоже время необходимо обеспечить надежные гарантии прав участников фондового рынка от необоснованного вмешательства государства в их деятельность, ибо излишние требования отчетности и неоправданно жесткий контроль значительно снижают мобильность рынка и инвестиционную привлекательность, а следовательно его капитализацию, волатильность, что в условиях становления рынка играет ключевую роль.

На наш взгляд, опыт правового регулирования организационных гарантий обеспечения и защиты прав акционеров за рубежом с использованием административных средств, а также предполагающий обращение акционеров в

негосударственные саморегулируемые и общественные организации представляется позитивным с точки зрения оптимизации деятельности аналогичных отечественных организаций, призванных содействовать акционерам в обеспечении их прав и законных интересов.

Таким образом, концепция регулирования рынка ценных бумаг должна основываться на сбалансированном сочетании государственного контроля и регулирования со стороны институтов саморегуляции, что позволит обеспечить паритет интересов участников рынка и государства. С учетом многоплановости и сложности рынка ценных бумаг, представляется, что его регулирование должно осуществляться в рамках отдельного направления с созданием специализированных организаций в данной сфере. В частности, что на наш взгляд, в последующем целесообразно создать специализированную срочную биржу, основной сферой деятельности которой будут операции с ценными бумагами, как это имеет место в большинстве стран с развитыми рыночными отношениями.

Г л а в а IV.

ПРАВОВЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ И ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 4.1. Понятие и правовые характеристики ценной бумаги

Ценные бумаги в современном гражданском обороте представляют собой один из ключевых институтов рыночного хозяйствования. Именно с их помощью опосредуются кредитные, расчетные, залоговые отношения, создание компаний и иные в рыночной экономике операции.

Широкое использование ценных бумаг в коммерческом обороте получило отражение в таком понятии, как "секьюритизация" (от англ. "security" – ценная бумага). Под секьюритизацией понимают специальную финансовую технику, используя которую финансовые посредники (инвесторы, финансовые компании) получают возможность инвестировать в отдельные активы выбранной компании, не приобретая ее целиком или в части¹.

В широком смысле секьюритизацию можно определить как "повышение роли ценных бумаг как формы заимствований"².

Преимущества ценных бумаг в современной системе гражданско-правовых отношений очевидны. Это и мобильность расчетов, упрощенная передача прав на всевозможные блага, способность одновременно вовлекать в кредитно-денежные обязательства широкий круг лиц, охрана от возможных злоупотреблений. При этом для оптимального функционирования данный институт нуждается в тщательно продуманной, последовательной и надежной правовой регламентации.

Надо сказать, что вопрос о гражданско-правовом статусе ценных бумаг все еще остается дискуссионным как в отечественной цивилистике, так и в зарубежной научной мысли. Это связано, прежде всего, с различием в понимании природы ценных бумаг: как документа, удостоверяющего право,

¹ См. Гусаков В., Еропкин Д., Применение секьюритизации при реструктуризации банков // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 4. – С.15.

² Доунс Дж., Гудман Дж. Финансово-инвестиционный словарь. – М.: Инфра-М, 1977. – С 452.; Федоров Б.Г. Англо-русский толковый словарь валютно-кредитных терминов. – М.: Финансы и статистика, 1992. – С. 185.

или же непосредственно самого правомочия.

Так, судебная доктрина США выработала концепцию, согласно которой "ценные бумаги – это бумажное воплощение бестелесного права"¹.

Что касается отечественного законодательства, то ГК РУз в качестве ценной бумаги признает "документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при их представлении"². Как явствует из данной дефиниции, законодатель исходил прежде всего из обязательности атрибутов данного института гражданского права – соблюдение установленной формы и реквизитов.

Правовая конструкция данного института в отечественном законодательстве о ценных бумагах имеет более комплексный характер. В частности, Закон Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" рассматривает ценные бумаги как "денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпускавшим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам"³.

В отличие от трактовки данного инструмента кодифицированным законодательством, в данной формулировке прослеживается в большей степени сущностное содержание рассматриваемого понятия, нежели его атрибутивные характеристики.

Из этого следует, что законодательный подход к регулированию ценных бумаг в качестве одного из своих важных признаков рассматривает формализацию и учет данных инструментов, т.е. определение его реквизитов, порядка хранения и использования, тогда как непосредственное содержание ценных бумаг, права и обязанности по ней определяются самими участниками рынка ценных бумаг в рамках общих норм гражданского законодательства.

¹ См.: Culp vs. Mulvane, 71. P.273, 276 (Kan 1903); Пенцов Д.А. Понятие "Security" и правовое регулирование фондового рынка США. – СПб.: Юридический центр Пресс, 2003. – С.15.

² Ст. 96 ГК РУз.

³ Ст. 1 Закона Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" от 02.09.1993 г. № 918-ХП.

В этой связи следует отметить, что вопросы правового оформления ценных бумаг и порядка их выпуска занимают значительное место в законодательном регулировании данного института, варьируясь при этом от общих требований к порядку выпуска (эмиссии) ценных бумаг¹ до технических аспектов их оборота².

Любая ценная бумага должна, прежде всего, составляться в строго определенной законом формой и иметь все необходимые присущие ей реквизиты.

Согласно законодательству Республики Узбекистан, "ценные бумаги могут иметь форму бланков, сертификатов или записей на счетах и использоваться для проведения расчетов, а также в качестве залога по кредитам³.

Ценные бумаги представляют собой составленные на специальных бланках письменные документы, имеющие ту или иную степень защиты от подделки. В тоже время, наряду с ними могут применяться так называемые бездокументарные ценные бумаги. В случаях, определенных законом или в установленном им порядке, лицо, получившее специальную лицензию, может производить фиксацию прав, закрепленных именной или ордерной ценной бумагой, в том числе в бездокументарной форме (с помощью средств электронно-вычислительной техники и т.п.). К. такой форме фиксации применяются правила, установленные для ценных бумаг, если иное не вытекает из особенностей фиксации.

Важнейшей особенностью ценных бумаг является возможность их

¹ См.: Положение "О порядке выпуска, государственной регистрации и аннулирования выпуска акций акционерных обществ". Утверждено ЦККФРЦБ от 07.06.2002г., № 2002-11, зарегистрировано Министерством юстиции РУз 10.07.2002 г. № 1159; Положение "О порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций". Утверждено ЦККРЦБ от 07.06.2002г. № 2002-10. Зарегистрировано Министерством юстиции 10.07.2002 г. № 1158.

² См: Положение "О технических требованиях, предъявляемых к бланкам ценных бумаг". Утверждено Постановлением Центрального банка РУз от 27.12.2003 г. № 555. Зарегистрировано Министерством юстиции РУз 17.02.2004г. № 1312; Положение "О лицензировании производства бланков ценных бумаг" Утверждено Постановлением Кабинета Министров РУз 13.11.2003 г. № 506; Порядок ведения Единого государственного реестра выпусков ценных бумаг и Национальной цифровой системы идентификации ценных бумаг. Утвержден ЦККРЦБ. Зарегистрирован Министерством юстиции 10.07.1998г. № 453; Инструкция по уничтожению наличных ценных бумаг. Утверждена Приказом ЦККФРЦБ от 13.03.2002 г. № 2002-03. Зарегистрирована Министерством Юстиции РУз 15.04.2002г. № 1125 и др.

³ Закон РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже" от 02.09.2003г. №918-ХII.

передачи другим лицам. С передачей ценной бумаги к новому владельцу переходят в совокупности все удостоверяемые ею права. В случаях, предусмотренных законом или в установленном им порядке, для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, достаточно доказательств их закрепления в специальном реестре (обычном или компьютеризованном).

Ценным бумагам свойственен признак публичной достоверности. Его суть заключается в том, что законом предельно ограничен круг тех оснований, опираясь на которые, должник вправе отказаться от исполнения лежащей на нем обязанности. В частности, оформленная по всем правилам ценная бумага не может быть оспорена должником со ссылкой на отсутствие основания возникновения обязательства либо на его недействительность. Допускаются лишь возражения по формальным основаниям, в частности ссылка на пропуск срока представления ценной бумаги к исполнению, либо оспаривание ценной бумаги со ссылкой на ее подделку или подлог. Владелец ценной бумаги, обнаруживший подлог или подделку ценной бумаги, вправе предъявить к лицу, передавшему ему бумагу, требование о надлежащем исполнении обязательства, удостоверенного ценной бумагой, и о возмещении убытков.

Наконец, характерным признаком ценной бумаги является то, что осуществление воплощенного в ней субъективного гражданского права возможно лишь при предъявлении ценной бумаги. Утрата ценной бумаги влечет за собой, как правило, невозможность реализации закрепленного ею права. Вместе с тем лицо, утратившее ценную бумагу на предъявителя или ордерную ценную бумагу, вправе обратиться в суд с заявлением о признании утраченной ценной бумаги недействительной и о восстановлении прав по ней.

Особые характеристики ценной бумаги отличают ее от иных юридически значимых документов и лежат в основе правового регулирования обращения ценных бумаг в качестве особого объекта гражданских прав. Эти особенности сводятся к следующему:

- ценная бумага удостоверяет имущественное право ее владельца

требовать от субъекта, указанного в ее тексте, передачи прямо определенного в ней имущества (денег, товаров, других ценных бумаг), а в некоторых немногочисленных случаях – и предоставления иных возможностей юридического характера (например, в сфере корпоративного управления);

– имущественное право, удостоверяемое ценной бумагой, должно быть обязательно оборотоспособным, т.е. свободно передаваемым (уступаемым, отчуждаемым) в пользу третьих лиц;

– оборотоспособность такого права предполагает либо, по крайней мере, допускает возможность его передачи способом, присущим передаче прав в особом порядке, установленном законом для передачи прав по ценной бумаге, когда документ и удостоверяемое им имущественное право настолько неразрывно связаны между собой, что для осуществления и для передачи этого права необходимы и достаточны предъявление и передача (либо только предъявление в случае неполного исполнения) подлинника документа;

– ценная бумага – это документ, составление которого подчиняется жестким требованиям законодательства к его форме и содержанию.

Важно учесть, что в этих отношениях юридическое содержание представляет не сам бланк как таковой, а непосредственно воплощение стоимости того имущественного права, которое удостоверяет собой ценная бумага.

§ 4.2. Классификация ценных бумаг

Ценные бумаги можно классифицировать по различным основаниям. Один из критериев основывается на способе обозначения управомоченного лица, т.е. способе легитимации лица как субъекта права.

По данному признаку ценные бумаги подразделяются на предъявительские, именные и ордерные ценные бумаги.

Ценная бумага на предъявителя представляет собой документ, в котором не указывается конкретное лицо, которому следует произвести исполнение. Соответственно лицом, управомоченным на осуществление выраженного в такой ценной бумаге права, является держатель ценной бумаги, который может ее предъявить¹.

Именная ценная бумага характеризуется указанием конкретного лица, который может осуществить выраженное в ценной бумаге право. В силу этого порядок оборота таких бумаг связан с выполнением целого ряда формальностей и специальных процедур. Передача именных ценных бумаг отражается изменением соответствующих записей в учете.

В качестве именных ценных бумаг можно назвать акции, чеки, сберегательные сертификаты и т. д.

Ордерная ценная бумага, как и именная, выписывается на определенное лицо, которое, однако, может осуществить соответствующее право не только самостоятельно, но и назначить своим распоряжением (ордером, приказом) другое управомоченное лицо.

Это осуществляется путем совершения на ценной бумаге передаточной надписи, именуемой индоссаментом², который может быть бланковым (без указания лица, которому должно быть произведено исполнение) или ордерным (с указанием лица, которому или по приказу которого должно быть произведено исполнение).

¹ Примерами такого рода ценных бумаг являются государственные облигации, банковские сберегательные книжки на предъявителя и т.д.

² В соответствии со ст. 320 ГК РФ, индоссамент опосредует уступку требований по ордерной ценной бумаге.

Количество индоссаментов обычно не ограничивается, т. е. каждый новый владелец ценной бумаги может передать ее дальше, в связи с чем оборотоспособность ордерных ценных бумаг является весьма высокой. Надлежащим держателем ордерной ценной бумаги будет то лицо, имя которого стоит последним в ряду индоссаментов (а при бланковом индоссаменте – любой держатель бумаги).

Типичным примером ордерной ценной бумаги является переводной вексель.

Основываясь на условиях выпуска ценных бумаг, принято выделять: эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги.

Эмиссионная ценная бумага характеризуется следующими составляющими:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением формы и порядка, установленных законодательством о ценных бумагах;

- размещается выпусками;

- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

К эмиссионным ценным бумагам, в частности, относятся акции, облигации, сберегательные сертификаты и др.

Выпуск неэмиссионных ценных бумаг имеет разовый характер и закрепляет за их обладателями индивидуальный объем прав. Таковыми можно назвать чеки, векселя, коносаменты, складские свидетельства и др.

Соответственно действующее законодательство в качестве видов ценных бумаг выделяет: акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, производные ценных бумаг; векселя, чеки, банковские сберегательные книжки на предъявителя, коносамент и др.¹ Необходимо подчеркнуть, что данный перечень не является исчерпывающим, и такая

¹ Ст. 96 ГК РУз, ст. 3 Закона Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже".

дискреция в условиях появления все новых инструментов рынка ценных бумаг вполне оправдана и отвечает требованиям, предъявляемым к современному законодательству о ценных бумагах, эффективность которого основывается на достижении баланса экономической свободы и государственного контроля в данной сфере.

Традиционно рынок ценных бумаг понимался как та область правоотношений, в рамках которой совершаются различные гражданско-правовые сделки с ценными бумагами как особой разновидностью вещей, причем таких ценных бумаг, в которых выражаются кредитные отношения и отношения совладения бизнесом или предприятием. Аналогичный подход, на наш взгляд, изначально имел место и в правовой теории развитых рыночных государств.

Обращение бездокументарных ценных бумаг предполагает связь сторон соответствующего правоотношения (правообладателя и должника) с системой закона, который определяет статус вышеупомянутых посредников и устанавливает их дискреционные посреднические полномочия при обслуживании передачи и подтверждении ими прав по ценным бумагам, в том числе по международным сделкам. Причем современные технологии и современное правовое регулирование обращения бездокументарных ценных бумаг предполагают использование электронных систем передачи (а следовательно, и подтверждения) прав по ценным бумагам.

Как отмечает А.А. Маковская, "принимая во внимание специфику бездокументарных ценных бумаг и процедуру обращения взыскания на эти бумаги, нужно признать, что, во-первых, все нормативные акты, регулирующие порядок осуществления депозитарной деятельности и деятельности регистраторов, нуждаются в тщательной доработке, и во-вторых, депозитарная деятельность и деятельность регистраторов должна быть урегулирована максимально единообразно"¹.

На данном этапе электронные системы представляют собой одну из

¹ Маковская А.А. Залог денег и ценных бумаг. – М., 2000. – С.73.

наиболее приемлемых форм закрепления права в современном обороте ценных бумаг, ибо только они обеспечивают максимальную скорость обработки и передачи данных. Поэтому можно прийти к выводу, что основной формой бездокументарных ценных бумаг, по крайней мере, обращающихся на организованных рынках ценных бумаг, является содержание электронных реестров (электронные счета ценных бумаг). Большое распространение получает в связи с этим концепция электронного документа. С неизбежностью возникает и вопрос о том, как соотносится эта концепция с понятием бумажного документа, заменит ли электронный документ бумажный носитель имущественных прав?

Общее понятие ценных бумаг охватывает большое разнообразие этих имущественных документов, но вся их совокупность складывается из определенных видов. И каждый отдельный вид ценных бумаг имеет свои особенности в правовом регулировании их выпуска и обращения. Существует несколько классификаций по различным юридически значимым основаниям. Так М.Агарков отметил необходимость классификаций как для теории, так и для практики, четко определив задачу любой юридической классификации, которая состоит в том, чтобы провести «разделение явлений, объединяемых общими родственными признаками, на такие виды, с которыми связаны юридически значимые последствия».

Рассмотрим подробнее отдельные виды ценных бумаг.

Так, акция, в соответствии с действующим законодательством, – это ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом¹.

Основной особенностью акции как ценной бумаги, является то, что предоставляемые ею имущественные и неимущественные права предоставляют

¹ Ст. 4 Закона Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже".

своеобразный комплекс прав на членство в корпорации¹.

Основываясь на этой функции акций, их принято относить к корпоративным ценным бумагам, т.е. закрепляющих право участия в делах акционерного общества.

Специфика корпоративных отношений обуславливает и классификацию акций. Так, согласно, законодательству об акционерных обществах, "акции различаются по видам и типам (категориям)".

Выделяют следующие виды акций:

– именные, владельцем которых признается только то физическое или юридическое лицо, которое указано в акции и занесено в реестр акционеров общества²;

– на предъявителя, т.е. владельцем акции является ее держатель и акции на предъявителя передаются в собственность другим лицам без занесения в реестр акционеров общества). Как видим содержание данных понятий соответствует приведенной выше классификации ценных бумаг.

Деление акций на привилегированные и простые основывается на специфике вещных и обязательственных прав, которая возникает в отношениях по управлению корпорацией .

Простые акции являются голосующими и дают право их владельцу на получение дивидендов, участие в общих собраниях общества и управлении обществом³.

Привилегированные акции дают право их владельцам в первоочередном порядке получать дивиденды (в некоторых случаях независимо от наличия прибылей предприятия), а также средства, вложенные в акции, при ликвидации акционерного общества⁴.

Выпуск в обращение (эмиссия) акций осуществляется в следующем порядке: подготовка и утверждение проспекта эмиссии, регистрация акций,

¹ Шевченко Г.Н. Акция как корпоративная ценная бумага // Журнал российского права. – 2005.– №1. – С.52.

² Ст. 24 Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" от 26.04.1996г. № 223-І. "Акции закрытого акционерного общества могут быть только именными, порядок их передачи другому лицу определяется уставом".

³ Ч. 4 ст. 24 Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров".

⁴ Ч.5 ст. 24 Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров".

опубликование проспекта эмиссии и сообщения в средствах массовой информации о подписке на акции, а затем размещение акций согласно проспекту эмиссии среди членов трудового коллектива, уполномоченного государственного органа и инвесторов¹.

При этом учет выпущенных акционерными обществами акций ведется регистрирующими органами в специальных реестрах по установленной форме. Ежеквартально эмитент составляет отчет об итогах выпуска акций в составе квартальной отчетности и представляет его в регистрирующие приватизацию.

Другим видом ценных бумаг являются облигации, которые представляют собой ценные бумаги, удостоверяющие внесение их владельцем денежных средств и подтверждающие обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента².

Облигации могут выпускаться обыкновенными и выигрышными, процентными и беспроцентными (целевыми), свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения³.

Облигации могут выпускаться как государством, так и предприятиями всех форм собственности.

Решение о выпуске облигаций внутренних республиканских и местных займов принимается, соответственно, Кабинетом Министров Республики Узбекистан⁴ и местными органами государственной власти⁵. В решении должны определяться эмитент, условия выпуска и порядок размещения облигаций.

Кроме классификации, проведенной Законом "О ценных бумагах и

¹ Положение "О порядке выпуска, государственной регистрации и аннулирования выпуска акций акционерных обществ". Утверждено Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг от 07.06.2002 г. № 2002-11.

² See: Campbell John Y., Viceira Luis M. Who should buy Bonds? / Working paper. – Harvard: Harvard University, 1998.

³ Ст. 5 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже" от 02.09.1993г. № 918 – XII.

⁴ Примером тому может привести Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О выпуске государственных краткосрочных облигаций Республики Узбекистан" от 26.03.1996 г. № 119, которым было принято решение осуществить в 1996г. выпуск государственных краткосрочных облигаций Республики Узбекистан на сумму 4 млрд. сум.

⁵ Ч. 4 ст. 5 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже" от 02.09.1993г. № 918 – XII.

фондовой бирже", выделяют также наличные облигации, выпущенные в обращение в виде бумажных сертификатов, и безналичные – выпущенные в обращение в виде записей в учетных регистрах депозитариев¹.

Традиционно считается, что акции являются более рискованным объектом вложения средств, чем облигации. Это действительно так: в случае краха компании-эмитента ее акционеры обычно получают свои деньги в последнюю очередь, после того, как свои претензии удовлетворят другие кредиторы². Таким образом, большая возвратность вложенных в акции средств является своеобразной платой за тот риск, на который идут инвесторы. Вопрос заключается в том, насколько именно акции привлекательнее облигаций с точки зрения возвратности средств³.

Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

Облигация удостоверяет отношения займа между ее владельцем, являющимся кредитором, и эмитентом, являющимся должником. В роли эмитента могут выступать либо государство, либо частные лица, как правило, акционерные общества. Выпуск государственных облигаций обычно происходит в условиях дефицита государственного бюджета и преследует цель сдерживания инфляции. Кроме того, с помощью выпуска так называемых целевых облигаций может устанавливаться специальная система распределения товаров. Выпуск облигаций коммерческими юридическими лицами позволяет им привлечь дополнительные средства и сформировать заемный капитал.

¹ П1. Положения "О порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций". Утверждено ЦККРЦБ от 07.06.2002 г. № 2002-10, зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 10.07.2002 г. № 1158.

² See: Jung Chulho, Shambora William, Choi Kyongwook. Are Stocks Riskier than Bonds? / Working paper. Ohio University. – 2004. <http://www.ssrn.com>

³ See: Mamaysky Harry. On the Joint Pricing of Stocks and Bonds: Theory and Evidence. – NY: Morgan Stanley & Co. Inc, 2002.

Облигации могут быть именными и предъявительскими, с залоговым обеспечением и без такового, свободно обращающимися и с ограниченным кругом обращения, обычными и конвертируемыми, т. е. обмениваемыми при определенных условиях на акции.

Векселем является ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя либо иного указанного в векселе плательщика выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную сумму владельцу векселя.

Вексель может быть простым и переводным. Простой вексель — это ценная бумага, которая удостоверяет ничем не обусловленное обязательство самого векселедателя оплатить в оговоренный в векселе срок денежную сумму векселедержателю или по его приказу другому лицу.

В переводном векселе в качестве плательщика фигурирует не сам векселедатель, а другое лицо. Держатель такого векселя в любой момент может передать свои права, вытекающие из векселя, иному лицу путем совершения индоссаменты. При этом лицо, передающее вексель посредством индоссаменты, если только им прямо не оговорено иное, становится ответственным за исполнение вексельного обязательства.

Чек. Чеком признается ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное письменное распоряжение чекодателя банку уплатить держателю чека указанную в нем сумму.

В чековом правоотношении участвуют, по крайней мере, три лица: чекодатель — лицо, выписавшее чек, чекодержатель — лицо, уполномоченное на получение денежных средств по чеку, и плательщик — банк или иное кредитное учреждение, имеющее лицензию на банковские операции. Обязательной предпосылкой выдачи чека является наличие соглашения между чекодателем и плательщиком, в соответствии с которым последний обязуется оплачивать чеки чекодателя за счет средств, хранящихся на его счете или специально депонированной чекодателем суммы. Во исполнение данного соглашения банк выдает чекодателю специальную чековую книжку (лимитированную или

нелимитированную) с определенным числом чеков.

Чек является сугубо срочной ценной бумагой и подлежит оплате плательщиком при условии предъявления его к оплате в срок, установленный законом. Отзыв чека до истечения срока его предъявления не допускается.

Г л а в а V. ПРАВОВАЯ ПРИРОДА ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 5.1. Правовая природа производных ценных бумаг

Финансовые рынки Запада в конце XXв. в процессе своего бурного развития и совершенствования ввели в оборот новый институт производных финансовых инструментов – производные ценные бумаги (ПЦБ), представляющие собой специфические контракты. Правовая сущность данных инструментов рынка до сих пор не получила детального определения в юридической литературе и законодательном регулировании. Это обстоятельство, в свою очередь, приводит к постоянным конфликтам, дестабилизируя тем самым всю систему рыночных отношений. Наличие потенциальной угрозы финансовой стабильности породило необходимость поиска путей и методов определения правовой природы ПЦБ.

Одно из основных преимуществ деривативов – их инвестиционная привлекательность, что собственно и повлекло их столь бурное развитие¹.

Размер современной деривативной экономики весьма значителен. К примеру, рынок ПЦБ почти в 25 раз превышает потенциал экономики США и более чем в восемь – экономику мира в целом. Согласно отчету Банка международных расчетов (Bank for International Settlements), объединенная стоимость всех деривативов на конец первого квартала 2004г. составила – 272 трлн. долл. США. В то время как ВВП США в 2003г. составлял 11 трлн. долл. США, а мировой – порядка 33 трлн. долл. США².

В тоже время, несмотря на все преимущества данного инструмента современного рынка, а также его значительный удельный вес на современном рынке, многие аналитики и ученые связывают потенциально высокую возможность мирового финансового кризиса именно с производными

¹ В подтверждение этого приведем следующие цифры. Так, балансы по контрактам, составленным на кредитные деривативы, выросли с 50 млрд. долл. США в 1996 г. до 900 млрд. долл. США в 2000г., а в 2002г. – 1,6 трлн. долл. США. См.: Тихонов А. С. Сбылась мечта финансистов // Финансовые известия. – 04.04.2002. http://www.finiz.ru/cfin/tmpl-art_oo/id_art-342

² Рубцов Н. Фантомная экономика на планете Земля // Мировые финансы. – 2004. – №30. – С. 21.

финансовыми инструментами.

Одной из основных проблем в данной сфере остается слабая разработка вопросов теории ПЦБ, "деривативов" и срочных сделок в отечественной и зарубежных правовых доктринах, а равно законодательных конструкциях.

Для того чтобы наиболее эффективно оперировать терминологией и дефинициями в исследуемой сфере попытаемся разграничить понятия "производный финансовый инструмент", "производная ценная бумага", "дериватив" и "срочная сделка".

Так, исследуя понятия "дериватив" и "производный финансовый инструмент" отметим, что термин "дериватив" преимущественно используется в нормативно-правовых актах стран Запада – США, а также в законодательстве большинства европейских юрисдикций. Принципиально важно, что в странах континентальной правовой системы эта категория не применяется исключительно для обозначения особого вида договора¹. Использование данного понятия в этих странах направленно на то, чтобы точно и емко описать весь круг операций, совершаемых финансово-кредитными институтами и участниками рынка ценных бумаг.

Итак, в самом общем определении, "дериватив" – это финансовый инструмент, ценность которого определяется ценой обеспечивающего его "базового актива". Появление понятия кредитных деривативов в современном понимании состоялось в 1992г., когда именно такое название новому финансовому продукту дала Международная ассоциация деривативов и свопов (International Swaps and Derivatives Association – ISDA)².

Сущность ПЦБ на финансовом рынке можно охарактеризовать тем, что для покупки этой ценной бумаги не требуется значительных начальных инвестиций, ибо они, по крайней мере, значительно ниже стоимости самого "базового актива". При этом любое изменение цены последнего ведет к колебаниям в "справедливой стоимости" построенного на нем дериватива.

¹ Концепция законодательного регулирования срочного рынка // Национальная ассоциация участников фондового рынка РФ (НАУФОР) <http://www.naufor.ru/>

² <http://www.isda.org/>

Таким образом, деривативами признаются срочные сделки, обязательства по которым прямо или косвенно зависят от биржевого или рыночного курса ценных бумаг, валют, процентных ставок или иных расчетных единиц, а также биржевой или рыночной цены товаров.

Более развернутое определение "дериватива" дает Комиссия по разработке международных стандартов бухгалтерского учета (Financial Accounting Standards Board, FASB)¹. Так, "деривативом" является финансовый инструмент:

- истинная стоимость которого изменяется в ответ на изменение определенной процентной ставки, стоимости ценной бумаги, цены торгуемого на бирже товара, курса валюты, ценового или процентного индекса, кредитного рейтинга или кредитного индекса и прочих подобных показателей;

- приобретение которого не требует первоначально никаких, или значительно более низких инвестиций по сравнению с прочими инструментами, которые имеют подобную доходность и подобную реакцию на изменение рыночных условий;

- который будет реализован в будущем².

Отметим, что аналогичная правовая дефиниция воспроизводится в принятой в Республике Узбекистан "Терминологии, применяемой в Международных стандартах финансовой отчетности"³. При этом, в данном нормативно-правовом акте для обозначения данной конструкции применяется термин "производный инструмент", который следует полагать появился в результате буквального перевода термина "derivative" (от англ. – "производный").

Однако, в упомянутой выше Терминологии отдельно дается определение и "производным финансовым инструментам". Под ними в частности, понимаются финансовые инструменты, такие как финансовые опционы, фьючерсные и форвардные контракты, процентные и валютные свопы, которые порождают

¹ <http://www.fasb.org>

² Generally Accepted Accounting Principles. <http://www.gaap.ru>

³ Приложение № 7 к Положению, зарегистрированному Министерством юстиции РУз от 25.10.2004г. №1419.

права и обязанности, в результате которых происходит передача одной стороной по контракту другой стороне одного или нескольких финансовых рисков, содержащихся в базисном первичном финансовом инструменте. Производные финансовые инструменты, как правило, не влекут за собой передачу базисного финансового инструмента в начале срока действия контракта, и такая передача вовсе не обязательно должна иметь место при наступлении срока выполнения обязательств по контракту¹.

В тоже время нельзя не отметить, что термин "дериватив" уже введен в законодательство Республики Узбекистан. В частности, ст.9 Закона Республики Узбекистан "О валютном регулировании"² и п.2 Правил ведения открытой валютной позиции³ упоминают термин "дериватив" указывая на него как на производный финансовый инструмент, связанный с иностранной валютой.

В качестве другого примера можно привести Положение "О требованиях к адекватности капитала коммерческих банков", которое оперирует понятием "деривативные (производные) инструменты"⁴.

Из анализа отечественного законодательства в данной сфере можно сделать вывод о том, что применяемый понятийный аппарат значительно различается и зачастую различные термины фактически дублируют аналогичные законодательные конструкции. Наблюдаются также и разночтения в терминологии применяемой в законодательстве о ценных бумагах и актах банковского законодательства.

В целом, относительно применения современной терминологии, имеющей иностранное происхождение, следует отметить, что зачастую в законодательных актах имеет место подмена понятий, их дублирование с уже существующими дефинициями, неточность перевода и неоднозначность трактуемых отношений. К примеру, как было указано выше, в отечественном

¹ Терминология, применяемая в Международных стандартах финансовой отчетности. Приложение № 7 к Положению, зарегистрированному Министерством юстиции РУз 25.10.2004г. №1419.

² Новая редакция утверждена Законом РУз от 11.12.2003г. № 556-II.

³ Новая редакция утверждена Постановлением правления ЦБ РУз от 28.05.2005г. № 610. Зарегистрирована Министерством Юстиции РУз 15.07.2005г. № 1497.

⁴ Новая редакция утверждена Центральным банком РУз 26.04.2000г. № 420. Зарегистрирована Министерством Юстиции РУз 25.07.2000г. № 949.

законодательстве применяются понятия "дериватив" и "деривативные инструменты", которые по сути своей имеют единую правовую и экономическую природу.

Таким образом, отличительной особенностью ПЦБ является то, что момент исполнения обязательств по контракту отделен от времени его заключения определенным промежутком, т.е. они имеют срочный характер.

Из этой характеристики рассматриваемого института вытекает наличие иного термина "срочный контракт" или "срочная сделка".

На настоящий момент в Узбекистане не существует закрепленного на уровне законодательства определения срочного рынка и срочных сделок

Под срочным контрактом понимается договор на поставку актива, в качестве которого выступают ценные бумаги, в установленный срок в будущем на согласованных условиях.

Согласно определению МВФ¹, сделки с "дериватами" должны рассматриваться как отдельные сделки, а не как часть поэтапной сделки².

Таким образом, срочная сделка – это договор, по которому стороны приобретают права, либо право выбора на заключение договора купли-продажи какого-либо базового актива, на обмен базовыми активами или платежами, подлежащими уплате во исполнение обязательств по поводу этих активов в определенный момент в будущем по согласованной в момент заключения договора цене или по согласованному в момент заключения методу определения этой цены, с целью обезопасить свою деятельность от рыночного колебания цен на товары и услуги, с уплатой вознаграждения либо без него за приобретение этого права.

В этом вопросе все сделки подразделяют на:

– кассовые (наличные, спотовые) – сделки, по которым исполнение обязательств осуществляется в срок до трех дней с момента их заключения;

срочные – сделки, по которым исполнение обязательств осуществляется

¹ <http://www.imw.org>

² Financial Derivatives. IMF Report. Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics. Washington, D.C., October 21–23, 1998. Prepared by the Statistics Department International Monetary Fund. BOPCOM98/1/20 <http://www.imf.org>

не ранее третьего рабочего дня с момента их заключения;

прочие – сделки, которые не могут быть отнесены к двум, перечисленным выше, классам (например, обязательства, которые не предусматривают срок их исполнения либо этот срок не может быть определен).

Соответственно данному разделению все пространство экономических отношений можно поделить на два глобальных вида рынков: кассовый (спотовый, наличный) и срочный. Срочные сделки в свою очередь подразделяются по видам контрактов на форвардные, фьючерсные, опционные, свопы, сделки репо и др.

По типу базисного актива все срочные сделки делятся на: товарные, заключаемые по поводу товаров, и финансовые, заключаемые по поводу финансовых ценностей.

Существующее видовое многообразие срочных сделок создает трудности их распознаваемости, но, несмотря на многочисленность их видов и подвидов (ванильные, экзотические опционы, кэпы и т.д.), существуют общие и непосредственные черты или, иначе говоря, признаки, присущие всем срочным сделкам, которые зачастую называются и деривативами и производными финансовыми инструментами и просто сделками на срок.

Например, О. Иванов отмечает, что под "деривативами" понимаются срочные сделки, обязательства по которым прямо или косвенно зависят от биржевого или рыночного курса инструментов рынка денег, от процентных ставок или других видов доходов, курса валют или расчетных единиц, а также биржевой или рыночной цены товаров или ценных металлов"¹. Как видим в данном определении основное внимание уделяется принципу производности ПЦБ, нежели из срочному характеру.

Сущность срочного договора В.А. Галановым раскрывается следующим образом: "В срочном контракте одной из договоренностей (положений или условий) является то, что, момент его исполнения отдален во времени от момента его заключения на согласованный сторонами промежуток времени.

¹ Иванов О. Производно-срочное недоразумение // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 3. <http://www.rcb.ru>

Соглашение достигается сейчас в данный момент времени, а исполнено происходит позже"¹. В данном случае автор напротив в большей степени делает ударение на факторе срочности данного контракта.

В литературе встречается и ряд определений рассматриваемого вида сделок, имеющих преимущественно экономический характер. К примеру, "срочная сделка – это сделка за наличный расчет по поставке товара оговоренного количества и качества на определенную дату в будущем, цена устанавливается заранее или за день до поставки"².

Существует большое количество мнений по поводу места и времени происхождения срочных сделок. Однако общий смысл этих теорий состоит в том, что производные финансовые инструменты появились в результате того, что производители, покупатели и торговцы стремились обезопасить себя от риска неполучения прибыли, который возникает очень часто и который невозможно устранить.

При этом, если и невозможно устранить риск полностью, то можно по крайней мере управлять им, что и происходит в процессе заключения срочных сделок. Как результат осознания этого появились сделки на реальный товар с его поставкой в определенный срок в будущем³.

Производные финансовые инструменты возникли в процессе традиционных финансовых отношений (кредит, займ и др.), и по существу представляют собой традиционные инструменты, ориентированные на новые договорные отношения⁴.

Таким образом, целью сделок на срок или, иначе говоря, срочных сделок, является устранение ценового риска, путем фиксации цены на момент заключения договора с тем, чтобы осуществляемая деятельность была должным образом спланирована и застрахована.

Такого рода страхование получило название "хеджирование", который

¹ Галанов В. А. Производные инструменты срочного рынка. – М.: Финансы и статистика, 2002. – С.38.

² Барихин А. Б. Экономика и право. Энциклопедический словарь. – М.: Книжный мир, 2000. – С. 762.

³ Считается, что первая такая сделка была проведена в Японии в 1730г. на рисовой бирже "Дояма» и называлась заблаговременная контрактация. Дегтярева О. И., Кандинская О. А. Биржевое дело. М.: Юнити, 1997. – С.22.

⁴ Назаров Ю. Правовые аспекты обращения ценных бумаг в гражданском обороте. – Т.: Хозяйство и право, 2004. – С. 95.

широко вошел в современный понятийный аппарат не только экономической, но и правовой науки.

Термин "хеджирование" происходит от английского слова "hedging", в переводе означающего "ограждение". "Сельское" происхождение этого термина объясняется тем, что первыми крупномасштабными пользователями хеджирования явились американские фермеры, которые использовали его для страхования в начале посевного сезона от перепадов цен на зерновые после сбора урожая¹.

Страхование, или как его применительно к рассматриваемым отношениям в большей степени обозначают термином "хеджирование", состоит в нейтрализации неблагоприятных колебаний конъюнктуры рынка для инвестора, производителя или потребителя того или иного актива. Цель хеджирования заключается в переносе риска изменения цены с одного лица на другое. Первое именуют "хеджером", второе – "спекулянтом"².

Применительно к Узбекистану, следует отметить, что данный вид страхования рисков пока не нашел в республике широкого применения, с чем по видимому и связано недостаточное правовое регулирование инструментов хеджирования.

Действующее законодательство не предусматривает четких правовых рамок указанного вида страхования рисков. Существующие нормативно-правовые акты имеют подзаконный характер и регулируют преимущественно регулируют отношения в области финансовой отчетности.

Так, Национальный стандарт бухгалтерского учета Республики Узбекистан № 9 "Отчет о денежных потоках" под хеджированием понимает сделку как способ защиты, при котором субъект получает возможность застраховать себя от возможных потерь, возникающих от курсовых разниц, выраженный в виде приобретения активов или обязательств по форвардным, фьючерсным и другим контрактам в иностранной валюте с намерением

¹ Викторова В. Понятие и правовая природа срочных сделок. <http://www.hedging.ru/publications/class/article/>

² Буренин А. Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Тривола, 1994. – С. 131.

покрытия предполагаемых потерь¹.

Следует отметить, что данная сделка не отражена в гражданском законодательстве Республики Узбекистан и не вписывается в правовые конструкции общего института договора страхования. Кроме того, как нам представляется, указанная дефиниция не отвечает основополагающим понятиям цивилистики, ибо как вытекает из указанного понятия, хеджирование – это комплекс взаимосвязанных юридически значимых действий, направленных на страхование рисков. Исходя из этого, можно заключить, что данная деятельность не может охватываться в рамках одной сделки, а соответственно данное определение не применимо с позиций гражданского права.

При этом, существует и иная законодательная конструкция, предусмотренная п.3. Положения "О порядке заключения фьючерсных сделок" которая в качестве хеджирования определяет страхование от возможных потерь в случае изменения рыночных цен при заключении сделок на реальный товар².

Однако и это законодательное понятие имеет свои пороки, которые проистекают из сугубо экономического характера воспроизведенной в законодательстве дефиниции.

Таким образом, как показывает проведенный анализ, действующее законодательство Узбекистана не содержит четких юридических определений "хеджирования" и механизмов его использования, что существенно сужает возможности его применения с одной стороны, и увеличивает риск злоупотреблений с другой.

Суммируя сказанное, можно заключить, что в международной практике используется термин "дериватив", тогда как в отечественном законодательстве – производный финансовый инструменты, производная ценная бумага.

Так, законодательством Республики Узбекистан о ценных бумагах, а в частности Законом Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой

¹ Утвержден Министерством Финансов РУз 16.10.1998г. № 51. Зарегистрирован Министерством Юстиции РУз 04.11.1998г. № 519.

² Утверждено Ассоциацией "Узоптбиржеторг". Зарегистрировано Министерством Юстиции РУз 11.10.1996г. № 282.

бирже"¹ под производными ценными бумагами определяются ценные бумаги, доход (убытки) которых зависит от значений одного или нескольких рыночных показателей (индексов), являющихся их базисным активом². Идентичная дефиниция закрепляется нормами подзаконного акта – Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг³.

Отметим и то, что в действующем законодательстве Республики Узбекистан применяется термин "производные ценных бумаг"⁴, тогда как в теории, а также практике законодательного регулирования многих стран используется понятие "производные ценные бумаги". Проводя этимологический анализ данной правовой дефиниции, отметим, что указанный термин в большей степени подчеркивает производность этого вида ценных бумаг в системе гражданских правоотношений. Однако производный характер этих ценных бумаг в данном случае характеризуется порядком образования их стоимости, нежели положением в гражданском обороте, ибо этот институт признается самостоятельным объектом рынка ценных бумаг.

Представляется, что данное законодательное понятие возникло в результате неточности применения терминологии и в целом не изменяет юридического содержания данной конструкции в отечественной цивилистике и системе гражданского законодательства.

Таким образом, использование термина "производный финансовый инструмент", основывается на ключевом его критерии – наличии производной стоимости, выделяющим его из общего массива обязательств, при которой возникновение и (или) размер, по крайней мере, одного денежного обязательства зависят от значения и (или) изменения цены, других показателей базового актива, или значения показателя. При этом, как видим, зачастую для обозначения данных инструментов используется понятие "срочная сделка",

¹ От 02.09.1993г. №918-ХП.

² Ст. 8-1 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже".

³ Утвержден Госкомимуществом РУз 31.03.1997г. Зарегистрирован Министерством юстиции РУз 02.04.1997г. № 320.

⁴ Ст. 8.1. Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже" от 02.09.1993г. №918-ХП; П. 1.2 Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг. Зарегистрирован Министерством Юстиции РУз от 02.04.1997г. № 320. Утвержден Госкомимуществом РУз 31.03.1997г.

основное содержание которой основывается на критерии срочности контрактов по производным финансовым инструментам.

Таким образом, исходя из проведенного нами анализа правовой сути природы срочных сделок, можно заключить, что существенным признаком, позволяющим выделить срочные сделки в отдельный институт, является основание или цель данных сделок, направленных на создание, изменение и прекращение правоотношений по поводу регулирования и перераспределения предпринимательских рисков, возникающих в процессе экономического оборота из-за постоянных колебаний цен на рынке товаров и услуг.

Законодательством Республики Узбекистан в частности, предусмотрены следующие виды ПЦБ:

– опцион – договор, дающий право его владельцу приобрести ценные бумаги по оговоренной в контракте цене в установленный срок¹;

– фьючерс – ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату².

В качестве одного из видов ПЦБ законодательством выделяется также и особая разновидность опциона – варрант, который удостоверяет право его держателя на покупку в течение определенного времени (либо в конкретный день) ценных бумаг, впервые выпускаемых эмитентом варрантов³.

В Узбекистане существуют некоторые особенности выпуска и обращения производных ценных бумаг. Так, в соответствии с Положением о порядке выпуска и обращения производных ценных бумаг на территории республики могут выпускаться только производные ценные бумаги, в основе которых лежат ценные бумаги акционерных обществ. Проспект эмиссии этих

¹ Разновидностями опционов являются: опцион на продажу (пут-опцион) – дает право держателю опциона на продажу базисного актива в будущем, в соответствии с указанной в ПЦБ спецификацией базисного актива (п.2.7.1 Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг); опцион на покупку (колл-опцион) – дает право на покупку базисного актива в будущем, на определенных в ПЦБ условиях (П.2.7.2 Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг).

² П.1.2 Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг.

³ П. 2.10 Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг.

производных ценных бумаг должен пройти государственную регистрацию и получить в установленном порядке регистрационный номер¹.

Учитывая то, что данный институт является совершенно новым для отечественной экономики и юриспруденции, а равно и то, что в Узбекистане практически отсутствует практика применения данных механизмов, изучение опыта законодательного регулирования рассматриваемых отношений в странах с развитой экономической и правовой системами представляется крайне необходимым.

Так, Закон США о ценных бумагах (Securities Act of 1933) в качестве видов ценных бумаг выделяет сделки "пут", "колл", "стрэддл"², опцион или привилегию в отношении любой ценной бумаги, депозитного сертификата или группы или индекса ценной бумаги или любую сделку "пут", "колл", "стрэддл", опцион или привилегию, заключенную на национальных фондовых биржах в отношении иностранной валюты³.

Как видим данная законодательная конструкция содержит в себе более широкий перечень ПЦБ, что во многом связано с длительной историей развития законодательства США в рассматриваемой области.

Отметим, что законодательное регулирование рынка ценных бумаг США началось в 1933г. с принятием Закона о ценных бумагах (Securities Act of 1933) и вплоть до 1940г. пополнялось отдельными актами и поправками, относящимися к регулированию различных секторов рынка ценных бумаг.

Непосредственно для участников рынка ПЦБ наибольший интерес представляют два основополагающих закона, а именно: упомянутый Закон о ценных бумагах (Securities Act) от 1933г., определяющий механизм публичного размещения (public offering) производных ценных бумаг компаний-нерезидентов США, проводимого как самими компаниями, так и

¹ П. 2.1. Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг

² Сделка "стрэддл" – сделка, состоящая в одновременной покупке опционов "пут" и "колл", в том числе с одинаковыми сроками и ценами исполнения, для получения прибыли от изменения соотношения между двумя ценами. См.: Пенцов Д.А. Понятие "security" и правовое регулирование фондового рынка США. – СПб: Юридический центр Пресс, 2003. – С.124.

³ Securities Act 15 U.S.C. § 77 b (1) (1998). Corporations and other Business Organizations. Statuses, Rules, Materials and Forms. – NY: NY Foundation Press, 2003. – P.1461.

уполномоченными ими лицами (underwriters), и Закон о фондовых биржах от 1934г. (Securities Exchange Act)¹, регулирующий дальнейшее обращение ценных бумаг такого рода и правила регистрации прав собственности на них.

Кроме того, существует и целый ряд специальных законодательных актов в сфере регулирования рынка ПЦБ. В частности, можно отметить Закон о товарной фьючерсной торговле (Commodity Futures Trading Act of 1974), Закон о модернизации срочной биржевой торговли (Commodity Futures Modernization Act of 2000)².

В законодательстве ФРГ торговля деривативами регулируется целым рядом актов – Законом о торговле ценными бумагами (Wertpapierhandelsgesetz), Законом о биржах (Börsengesetz), Законом о кредитном деле (Kreditwesengesetz) и др.

Следует отметить, что европейское регулирование создает определенные конкурентные преимущества для европейских бирж, связанные с меньшей, нежели в США, зарегулированностью отношений. В то же время при конструировании новых финансовых инструментов англо-саксонская правовая система обнаруживает большую гибкость.

Законодательным, контрольным и регистрирующим органом на рынке ценных бумаг США выступает Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам (Securities and Exchange Commission – SEC)³, которая наделена значительными полномочиями в сфере регулирования рынка ценных бумаг, в том числе и производных.

При всем при этом, основной удельный вес в области регулирования рынка ПЦБ в развитых странах приходится главным образом на

¹ Securities Exchange Act of 1934. 15 U.S.C. § 78 a. Corporations and other Business Organizations. Statutes, Rules, Materials and Forms. – NY: NY Foundation Press, 2003. – P.1668.

² Отметим и то, что многие страны Юго-Восточной Азии и Восточной Европы, где в последние годы отмечается существенный рост рынка ПЦБ также пошли по пути принятия специализированного законодательства в рамках общих норм, регулирующих обращение ценных бумаг. В их числе укажем на Закон Южной Кореи "О фьючерсной торговле" (Futures Trading Act of 2000), Закон Малайзии "О рынке срочных сделок" (Futures Industry Act of 1993), Закон Тайваня "О фьючерсной торговле" (Futures Trading Law of 1997), Закон Венгрии "О товарных биржах и сделках на товарных биржах" (Act on the Commodities Exchange and Transactions on the Commodities Exchange of 1994). См. подробнее: Селивановский А., Азимова Л. Вопросы формирования законодательства о производных финансовых инструментах // Рынок ценных бумаг. – 2003 . – № 19. – С.31.

³ <http://www.sec.gov>

саморегулируемые организации, и в первую очередь на профессиональных организаторов торгов – фондовые биржи. Это обуславливается, прежде всего, сложившемся в данных странах подходом к регулированию рынка ценных бумаг, а относительно ПЦБ еще и тем, что данный инструмент явился исключительно порождением рынка.

Так, зарождение организованной срочной торговли можно отнести к 1752г. – появлению Нью-Йоркской Продовольственной Биржи. Первая специализированная срочная биржа – Чикагская Торговая Палата (СВТ) была образована в 1848г. для торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственную продукцию. Однако действительно бурное развитие срочный рынок получил только в 1970 – 1990 гг. XXв¹.

Одной из главных причин этого явилось усиление нестабильности рыночной экономики в краткосрочном периоде. Именно в 1970-е годы западные страны перешли к плавающим валютным курсам. Если до конца 1960-х годов процентные ставки были относительно низкими и стабильными, то с начала 1970-х годов они обнаружили как тенденцию к росту, так и к возрастающей неустойчивости. В только одной Великобритании в период между 1979 и 1989 гг. процентные ставки изменялись более 80 раз².

Поскольку в современном мире развитие бизнеса во многом основано на привлечении заемного капитала и расширении внешнеэкономических связей, то отмеченные процессы не могли не сказаться на росте неустойчивости цен и на других рынках. В результате, именно в 1970 – 1980гг. стали активно создаваться срочные биржи. Так, в 1972г. образован Международный Валютный Рынок (ИММ), являющийся подразделением Чикагской Товарной Биржи (СМЕ). В 1973г. открылась торговля опционами на Чикагской Бирже Опционов (СВОЕ). Лондонский Рынок Торгуемых Опционов (ЛТОМ) был образован в 1978г. в рамках Лондонской Международной Фондовой Биржи. В 1979г. возникла Нью-Йоркская Фьючерсная Биржа (NYFE). В 1982г.

¹ Myron S. Scholes. Derivatives in Dynamic Environment. – Nobel Lecture, 1997. – P. 127.

² DeCovny Sh., Tacchi Ch. Hedging Strategies. – N. Y., 1993. – P. 3

образована Лондонская Международная Биржа Финансовых Фьючерсов (LIFFE). В том же году открылась торговля срочными контрактами на Филадельфийской Фондовой Бирже (FHLX). Во Франции в 1985г. образована Биржа Финансовых Фьючерсных Контрактов (MATIF). В Японии первые срочные сделки стали заключаться в 1985г.¹

Однако современные деривативы акций котируются как на фондовой бирже так и на внебиржевом рынке. Обычно права и варранты предлагают на тех же рынках (биржевых и внебиржевых), на которых котируются и представляемые ими акции, т.е. базисный актив. Опционы же размещаются исключительно на организованном рынке – фондовой бирже, а в большинстве случаев они котируются на специализированных рынках.

Учитывая то, что производные финансовые инструменты представляют собой инструменты с чрезвычайно высокой степенью риска, а равно и то, что их правовая природа в современном законодательном регулировании по-прежнему остается недостаточно ясной, многие специалисты придерживаются мнения, что их торговля в странах с транзитивным рынком должна осуществляться исключительно на организованном фондовом рынке².

Следует согласиться с данной позицией, поскольку производные инструменты во всех их разнообразных формах зачастую являются предметом манипуляций ввиду их обращения на нерегулируемом внебиржевом рынке. Именно в связи с наличием такой опасности, международные финансовые институты рекомендуют странам с развивающейся экономикой устанавливать определенные ограничения в отношении обращения производных финансовых инструментов, поскольку даже высокоразвитые рынки и финансовые институты подвержены экономическим потрясениям в связи с использованием таких инструментов в целях незаконного обогащения³.

В этой связи, представляется важным не допустить выход торговли

¹ Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – С.165.

² Ulf R. Siebel, Michael P. Lowenstein, Robert Finney. German Capital Market Law. – New York: Oceana Publications, Inc. and Munich: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1995. – P.2.

³ Global Economic Prospects. The International Bank for Reconstruction and Development // The World Bank, 1999. <http://www.worldbank.com>

производными финансовыми инструментами за рамки организованных рынков, на которых профессионалы имеют больше возможностей сохранить контроль над различными ситуациями объективного и субъективного характера. Одновременно и сама торговля производными инструментами на организованных рынках должна находиться под особо пристальным надзором государства и соответствующими профессиональными организациями фондового рынка.

§ 5.2. Виды производных ценных бумаг и особенности их обращения

Законодательство Республики Узбекистан, в частности Положение "О порядке заключения фьючерсных сделок" содержит следующую правовую дефиницию фьючерсных сделок. Сделки на срок (фьючерсные) представляют собой куплю-продажу товаров, сырья, продукции, валюты по фиксированной в момент заключения сделки цене в национальной валюте Республики Узбекистан – сумах с исполнением операции через определенный промежуток и предполагают, в основном, куплю - продажу обязательств на товар. Условия контрактов во фьючерсных сделках стандартизированы и должны предусматривать цену товара, его качество, количество, время и место доставки, форму оплаты, форс-мажорные обстоятельства, определение взаимных обязательств и взаимной ответственности¹.

Общее определение "фьючерса" закреплено в Законе Республике Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже". В частности, им установлено, что фьючерсом является – ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов или товаров по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату².

Основополагающей тенденцией развития биржевой торговли на мировых рынках в последние два десятилетия стал переход от торговли товарными контрактами к так называемым "нетоварным ценностям". Сложившаяся в мире к концу 1990-х годов ситуация такова, что 3/4 контрактов, котируемых на товарных биржах, являются контрактами "нетоварного" типа.

Развитие товарных фьючерсов заняло более 150 лет, а финансовые фьючерсы достигли такого же уровня развития в 10 раз быстрее. Так, на Чикагской торговой бирже торговля финансовыми фьючерсами возросла с 20 125 контрактов в 1975г. (когда они только были введены) до более чем 120

¹ п. 2.1. Положения "О порядке заключения фьючерсных сделок". Утверждено Ассоциацией "Узоптбиржеторг" зарегистрировано Министерством юстиции РУз 11.10.1996 г. № 282.

² П.4 Ст.8-1 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже".

млн. контрактов в год в середине 1990-х годов. Если в 1976г. основная часть контрактов на этой бирже заключалась на сельскохозяйственные товары и менее 1% всех контрактов – на ценные бумаги, то четыре года спустя объем сделок финансового типа составил 33%, в 1997г. достиг показателя – 77% против 70% в 1996г.¹

Темпы роста фьючерсной торговли финансовыми инструментами вплоть до середины 1990-х годов сохранялись на чрезвычайно высоком уровне. По данным Комиссии по товарной фьючерсной торговле США, в 1998г. в США объем торговли фьючерсами на финансовые инструменты достиг 320 млн. контрактов. За период 1990 – 1998 гг. максимальное количество проданных фьючерсных контрактов было отмечено по финансовым инструментам.

Фьючерсные сделки могут заключаться только на количество товара, кратное установленной единице сделки, т.е. на определенное количество типовых контрактов².

Фьючерс – это соглашение о выполнении в будущем уже достигнутых договоренностей о продаже (покупке) некоторого базисного актива по фиксированной в момент заключения соглашения цене с возможной его поставкой³. Заключение контракта, или иными словами "открытие позиции" на продажу (приобретение "короткой позиции") и на покупку (приобретение "длинной позиции"), во фьючерсном лексиконе обозначается выражением "продать" или "купить контракт". Таким образом, в большинстве случаев обязательства по фьючерсным контрактам выполняются путем уплаты или получения разницы в ценах.

В качестве целей заключения участниками фьючерсной сделки законодательство Республики Узбекистан определяет следующее:

– биржевые операции по фьючерсным сделкам могут совершаться с целью получения прибыли от купли-продажи контрактов в результате разницы между ценой контракта в день его заключения и ценой в день его исполнения;

¹ Кандинская О.А. Развитие мирового рынка финансовых производных инструментов. <http://www.hedging.ru/publications/class/article/>

² п. 2.2. Положения "О порядке заключения фьючерсных сделок".

³ Ивасенко А.Г. Указ. соч. – С. 11–12.

– хеджирование – страхование от возможных потерь в случае изменения рыночных цен при заключении сделок на реальный товар;

– покупка и продажа реального товара совершается производителями для реализации (сбыта) произведенной ими продукции потребителям, под авансовые платежи для обеспечения своего производства необходимым сырьем и материалами¹.

Объектом (предметом) фьючерсной сделки может быть только строго определенное количество (единица) товара определенного сорта (марки) с минимально допустимыми отклонениями, поставляемого на определенных условиях поставки. Фьючерсные сделки могут заключаться только на количество товара, кратное установленной единице сделки, т.е. на определенное количество типовых контрактов².

При этом не все ценные бумаги могут быть объектом фьючерсной сделки. Так, законодательством Республики Узбекистан не допускается выпуск фьючерсов, базисным активом которого являются впервые эмитируемые ценные бумаги³.

Обычные стратегии фьючерсного рынка – игра на повышение и игра на понижение. Игроки, придерживающиеся этих стратегий, – соответственно "быки" и "медведи". Покупка контрактов в надежде на повышение курса и их последующее погашение продажей по возросшей цене – таковы действия "быка". Продажа контрактов и их погашение покупкой после снижения цены – тактика "медведя". В обоих случаях угадавший тенденцию цены выигрывает разницу.

Фьючерс дает возможность не только получения спекулятивной прибыли за счет биржевой игры на разнице в ценах, но и ведения операций хеджирования – операций по предотвращению риска возможных потерь от основной хозяйственной деятельности или – более конкретно – по страхованию цены контрактного товара от риска либо ее нежелательного для производителя

¹ П. 3 Положения "О порядке заключения фьючерсных сделок".

² П.2 Положения "О порядке заключения фьючерсных сделок".

³ П. 2.14. Положения "О порядке заключения фьючерсных сделок".

падения, либо невыгодного потребителю увеличения. Несмотря на разную направленность пожеланий обеих сторон, они в равной мере заинтересованы в устранении резких колебаний и, в конечном счете, в стабилизации движения цен.

Исполнение фьючерсного контракта гарантируется биржей (расчетной палатой). После того как контракт заключен, он регистрируется в расчетной палате. С этого момента стороной сделки, как для продавца, так и для покупателя становится расчетная палата, т. е. для покупателя она выступает продавцом, а для продавца – покупателем. Поскольку фьючерсные контракты стандартны и гарантированы расчетной палатой, они высоко ликвидны. Результатом операции будет выигрыш или проигрыш, в зависимости от того, по какой цене приобретатель открыл и закрыл позицию. Если участник контракта желает осуществить или принять поставку, он не ликвидирует свою позицию до дня поставки. В этом случае расчетная палата уведомляет его, кому он должен поставить или от кого принять базисный актив. По условиям некоторых фьючерсных контрактов могут предусматриваться не поставка базисного актива, а взаиморасчеты между участниками в денежной форме.

Форвардный контракт представляет собой соглашение, достигнутое в какой-то момент времени, в соответствии с которым необходимо произвести поставку некоего товара в указанный день в будущем по цене, которая устанавливается в момент заключения контракта. Форварды обращаются на внебиржевом рынке из-за специфических условий контракта.

Форвардные контракты представляют собой стандартные договоры купли/продажи базисного актива с отсрочкой поставки/платежа. Большая часть договоров купли/продажи товара подпадает под классическое определение форварда, при этом законодатель не выделяет данные сделки в отдельный вид правовых отношений.

Особый интерес в этом вопросе представляет правовой статус расчетных форвардных контрактов, не заканчивающихся поставкой актива, а также контрактов, заключаемых на организованном рынке.

Определение форвардного контракта как одного из видов биржевых сделок содержится в Законе Республики Узбекистане "О биржах и биржевой деятельности", согласно которому форвардные сделки – сделки купли и продажи реального товара с отсроченным сроком его поставки¹.

Исходя из этого определения, можно заключить, что из оборота товарных бирж выведены все расчетные форварды. Рассмотрим, к каким видам гражданско-правовых сделок могут быть отнесены данные контракты.

При этом закон не определяет механизм регулирования таких сделок. Одной из правовых категорий, к которой может относиться форвардная сделка, является предварительный договор.

Согласно п. 1 ст. 361 ГК РУз по предварительному договору стороны обязуются заключить в будущем договор о передаче имущества, выполнении работ или оказании услуг (основной договор) на условиях, предусмотренных предварительным договором.

В таком случае предметом предварительного договора является заключение сторонами в будущем договора на передачу базисного актива в обмен на денежные средства.

ГК предъявляет к предварительному договору требование о том, что он должен содержать условия, позволяющие установить предмет, а также другие существенные условия основного договора. Все эти условия могут быть оговорены в момент заключения форвардного контракта (ч. 3 ст.361 ГК РУз).

Кроме того, существует альтернативное мнение, что расчетные форварды – пари на предмет движения стоимости базисного актива, по которым платежи происходят в день исполнения контракта.

Следует отметить, что такая конструкция имеет свои недостатки поскольку ст.983 ГК РУз устанавливает, что требования граждан и юридических лиц, связанные с организацией игр или пари, основанных на риске (азартных игр и пари) или с участием в них, не подлежат судебной защите, за исключением

¹ Ст. 23 Закона РУз "О биржах и биржевой деятельности". Новая редакция утверждена Законом РУз от 29.08.2001г.

требований лиц, принявших участие в играх или пари под влиянием обмана, насилия, угрозы или злонамеренного соглашения их представителя с организатором игр или пари.

Одной из мер по исключению подобной ситуации может служить заключение форвардного контракта посредством биржи либо другого посредника. При этом, стороны получают гарантию по сделке, т.к. правила биржевой торговли форвардными контрактами можно считать генеральным соглашением, которое дает однозначное толкование данного вида сделок и исключает возможность двоякого толкования сделки или его толкования как пари, кроме того, стороны перечисляют в расчетную палату биржи под обеспечение контракта определенные средства.

Исходя из проведенного анализа можно заключить, что сделка, которую участники рынка называют "форвардом", по своей гражданско-правовой природе может являться:

- либо договором купли/продажи с отсрочкой исполнения, который в быту называется;
- либо договором игры или пари, к которым суды обоснованно относят так называемые расчетные форварды;
- либо "атипичной" сделкой (т.е. сделкой, тип которой не определен ГК), совершенной, исходя из принципа свободы договора.

Тоже можно сказать и о квалификации фьючерсных и опционных сделок.

Недостатки использования форвардного контракта, на наш взгляд, можно обозначить следующим образом:

- контракт основан на взаимном доверии сторон, участвующих в сделке, и, как следствие, ограниченный круг потенциальных партнеров;
- риск неисполнения условий контракта одной из сторон;
- трудность нахождения торгового партнера и, как следствие, низкая ликвидность контракта;
- трудность выполнения обязательств путем заключения обратной сделки из-за специфических условий контракта.

Отметим, что фьючерсный контракт представляет собой стандартизированный форвардный контракт, который заключается на организованной бирже. При этом условия контракта четко определяются правилами ведения торгов на соответствующей бирже, как-то: непосредственно сам товар, его качество, количество, срок поставки, способ поставки и место поставки.

В качестве преимуществ фьючерсного контракта отметим:

- отсутствует необходимость поиска контрагента по сделке;
- высокая ликвидность контрактов (некоторые фьючерсы торгуются круглосуточно);
- покупатель и продавец контракта имеют обязательства перед расчетной палатой и не имеют обязательств по отношению друг к другу;
- расчетная палата гарантирует исполнение контракта обеим сторонам сделки;
- возможность выполнения обязательств путем проведения обратной сделки (заключение противоположного по обязательствам контракта);
- возможность отсрочки (перенесения срока) выполнения обязательств по фьючерсному контракту.

К недостаткам же этого производного финансового инструмента можно отнести нехватку "гибкости" инструмента относительно срока, и ограниченного количества товаров на фьючерсные контракты, а также увеличения себестоимости трансакций за счет выполнения действующих на биржах правил.

Таким образом, можно провести различия между форвардом и фьючерсом по следующим основаниям:

- место торговли: фьючерс обращается на организованном биржевом рынке, в то время как форвард заключается между двумя контрагентами на внебиржевом рынке;
- условия сделки: фьючерсам присуща большая степень стандартизации;
- степень риска: на форвардном рынке – "риск контрагента"; на фьючерсном – "риск биржевой площадки";

– маржевые взносы: заключение фьючерсного контракта требует внесения различных маржевых взносов, что находит отражение при определении стоимости контракта;

– особенность при закрытии позиций: закрытие позиции по фьючерсу освобождает трейдера от любых обязательств, связанных с исполнением срочных контрактов; участник форвардного рынка не всегда имеет возможность проведения обратной сделки.

В Узбекистане организует торговлю фьючерсными контрактами и проводит техническое и информационное обслуживание участников торгов Республиканская товарно-сырьевая биржа¹.

Таким образом, можно выделить главные черты фьючерсов – ценовая определенность и обязательность исполнения. Фьючерсы не предусматривают немедленной передачи права собственности на приобретаемые по контракту ценности из одних рук в другие. Посредством фьючерсов приобретается гарантированное законом обязательство, которое может быть оформлено как сделка. Характерной специфической чертой фьючерса является и то, что они могут продаваться независимо от того, существуют ли данные ценности в настоящий момент или нет.

Сходство фьючерсов с опционами состоит в том, что и те, и другие дают возможность приобретать фондовые ценности в будущем. Что касается различий, то они состоят в следующем:

Фьючерсы не являются актами купли-продажи; фьючерс – твердое обязательство поставки фондовых ценностей, которое содержит требование обязательного расчета по истечении установленного срока.

Риск по фьючерсу гораздо выше, чем по опциону, поскольку покупатель фьючерса в отличие от покупателя опциона может потерять сумму, намного большую, чем потерянная премия по опциону.

Условия фьючерсного контракта стандартны. Цена фьючерсного контракта определяется как результат соотношения спроса и предложения на

¹ П. 24 п. 2.1. Положения "О порядке заключения фьючерсных сделок".

биржевых аукционах. Расчеты по фьючерсным сделкам производятся, как правило, через клиринговые палаты бирж, где открыты счета торговцев (продавцов и покупателей) фьючерсами.

Торговля этим видом производных ценных бумаг имеет свои особенности. Фьючерсные сделки с акциями осуществляются на фондовых биржах, фьючерсные операции с облигациями – на товарных биржах.

Несмотря на молодость фондового рынка Узбекистана, в его истории имеют место сделки по опционам и фьючерсам. Отдельные опционные контракты заключались в 1992г. в фондовом отделе РФБ "Тошкент".

Так, Министерством юстиции Республики Узбекистан 24 октября 1994г. было утверждено Положение № 110 "Об опционе Госкомимущества на продажу доли государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам", в соответствии с которым осуществлялась реализация долей (будущих акций) уставных фондов приватизируемых предприятий. В соответствии с положением по опционам долей, проводились внебиржевые аукционы опционных контрактов, стартовые цены премий по которым составляли примерно 40 % номинальной стоимости выставяемого пакета долей уставного фонда предприятия. Выигравший аукцион получал право приобрести долю уставного фонда предприятия, но уже в виде ценных бумаг, после их выпуска в обращение эмитентом по оговоренной в контракте твердой цене (как правило, номинальной) или отказаться от сделки.

В последующем в 1995г. Госкомимуществом Республики Узбекистан и РФБ "Тошкент" было утверждено Положение "О фьючерсном контракте Ташоблгоскомимущества на продажу государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи". Система фьючерсной контрактной продажи государственной собственности, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам, была ориентирована на ускорение процесса приватизации, активизацию фондового рынка и создание на основе конкурсной продажи условий для формирования рыночных цен на ценные бумаги

Согласно Положению, фьючерсный контракт на долю государственной собственности приватизируемых предприятий, а также долей, предназначенных для свободной продажи и реализации смежникам (фьючерсный контракт Ташоблгоскомимущества) являлся двусторонним контрактом, который обеспечивал обязательство на покупку доли государственного имущества по гарантированной (твердой) цене в течение определенного промежутка времени или на определенную будущую дату. Он выпускался в обращение до регистрации эмиссии акций приватизируемого предприятия, после регистрации предприятия в органах Министерства юстиции, но не ранее утверждения оценки имущества и подписания приказа Ташоблгоскомимущества о приватизации предприятия¹.

Таким образом, в 1995г. на РФБ "Тошкент" и внебиржевом рынке республики сделки по фьючерсным контрактам были достаточно частым явлением.

Следует отметить, что на сегодняшний день анализ рынка ПЦБ в Узбекистане свидетельствует о том, что операции с фьючерсами и форвардами имеют место преимущественно на товарно-сырьевом рынке, тогда как фондовый рынок в этом вопросе находится в статическом состоянии.

Опцион – это именная ценная бумага, которая закрепляет право ее владельца в сроки и на условиях, указанных в сертификате опционного свидетельства и решении о выпуске опционных свидетельств (для документарной формы выпуска) или решении о выпуске опционных свидетельств (для бездокументарной формы выпуска) на покупку (опционное свидетельство на покупку) или продажу (опционное свидетельство на продажу) ценных бумаг (базисного актива) эмитента опционных свидетельств или третьих лиц, отчет об итогах выпуска которых зарегистрирован до даты выпуска опционных свидетельств².

В экономической литературе опционный договор определяется как договор, одна из сторон которого за определенную плату другой его стороне

¹ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. – Т.: Консаудитинформ, 2001. – С. 54 – 55.

² Павлова П.Н. Корпоративные ценные бумаги: эмиссия и операции предприятий и банков – М.: Бухгалтерский бюллетень, 1998. – С.103.

получает на определенный промежуток времени право выбора относительно исполнения или неисполнения условий данного договора¹.

Юридическая сущность опциона раскрывается по-разному: некоторые полагают, что это условная сделка, другие склоняются к тому, что это предварительный договор.

Так, Э.С. Петросян по этому поводу отмечает: "При опционе правообладатель должен обратиться к обязанному лицу с требованием продать или купить биржевой актив. Сами права возникают из предварительного договора, т.е. на основании этого договора, за вознаграждение одна сторона получает право на заключение в дальнейшем договора, по которому непосредственно передается биржевой актив". Мельничук Г. В. же склоняется к тому, что опционный контракт – это предварительный договор².

Согласно гражданскому законодательству Республики Узбекистан по предварительному договору стороны обязуются заключить в будущем договор о передаче имущества, выполнении работ или оказании услуг (основной договор) на условиях, предусмотренных предварительным договором³.

При заключении предварительного договора стороны обуславливают ряд существенных условий заранее, т. е. на будущее, и в этом есть определенное сходство с опционом, но при заключении опциона: сторона – покупатель опциона приобретает право на заключение основного договора не посредством достижения соглашения по всем пунктам договора и не посредством проставления своей подписи и печати, а вследствие того, что он уплачивает денежную сумму и, таким образом, покупает право выбора, а именно право требования заключить какой-либо договор в будущем, либо может отказаться от своего права, рискуя в пределах уплаченной премии.

Исходя из этого, опцион – это не заключение предварительного договора сторонами, это покупка права требования на будущее, обладая которым покупатель опциона может заключать уже другие договора на выгодных для

¹ Галанов В. А. – Указ. соч. – С. – 57.

² Мельничук Г. В. Сделки на срочных рынках // Законодательство. – 1999. – №. 10. – С.23 – 25.

³ Ст. 361 ГК РУз.

себя условиях. Целью заключения опционного контракта является приобретение права выбора на заключение другого договора в будущем по заранее фиксированной цене с тем, чтобы застраховать себя от ценового риска.

В соответствии с законодательном Республики Узбекистан под опционом понимается – договор, дающий право его владельцу приобрести ценные бумаги или товары по оговоренной в контракте цене в установленный срок¹.

Более развернутое определение данному виду ПЦБ дает Закон РУз "О биржах и биржевой деятельности", в соответствии с которым опционами являются сделки купли и продажи прав на будущую покупку или продажу по установленной цене товаров или контрактов на поставку товаров².

Опционы могут удостоверить право на покупку или продажу как выпущенных ранее собственных ценных бумаг эмитента опционов, так и ценных бумаг третьих лиц. Держатель опциона может, как использовать свое право на покупку (продажу), так и отказаться от него³.

Выпуск опционов, базисным активом которого являются впервые эмитируемые ценные бумаги, не допускается (кроме варрантов).

Опционные свидетельства на покупку могут эмитировать юридические лица – собственники базисного актива и юридические лица – эмитенты базисного актива, действующие на основании договора комиссии с собственником базисного актива.

Опционные свидетельства на продажу могут эмитировать юридические лица только при наличии соответствующего обеспечения выпуска опционных свидетельств. Опционные свидетельства выпускаются как под обеспечение, предоставленное эмитенту опционных свидетельств для целей их выпуска третьими лицами, так и под залог определенного имущества эмитента опционных свидетельств.

Величина обеспечения выпуска опционных свидетельств на продажу не

¹ Ст. 8-1 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже".

² Ст. 23 Закона РУз "О биржах и биржевой деятельности".

³ П. 2.6. Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг. Зарегистрирован Министерством юстиции РУз 02.04.1997 г. № 320. Утвержден Госкомимуществом РУз 31.03.1997 г.

может быть менее совокупной стоимости выпуска опционных свидетельств по цене исполнения.

Опцион представляет собой контракт, заключенный между двумя инвесторами, один из которых выписывает (продает) опцион, а другой покупает его и приобретает тем самым право (но не обязанность) в течение оговоренного в условиях опциона срока либо купить по фиксированной цене определенный базисный актив (в его состав могут входить, например, фьючерсные контракты) у лица, выписавшего опцион (это опцион на покупку – call option), либо продать ему этот актив (опцион на продажу – put option).

Владелец (покупатель) опциона выплачивает продавцу своеобразные комиссионные – премию в расчете на единицу базисного актива, которая называется ценой или полной стоимостью опциона (подобно цене страхового полиса).

Цена базисного актива, согласованная в опционном договоре, называется ценой исполнения (реализации) опциона или контрактной ценой.

Класс – опционные контракты, в основе которых лежит один и тот же базисный актив. Серия – опционы одного класса, выписанные на одинаковый срок по одинаковой цене исполнения.

В теории принято выделять "европейские" и "американские" опционы.

Европейский опцион – контракт, исполнение которого допускается только на согласованную будущую дату. Американский опцион – контракт, исполнение которого допускается в любой момент до и на согласованную будущую дату.

Существует также первичный и вторичный рынки опционов. Опционная торговля при этом организуется в форме внебиржевого рынка, главным образом межбанковского, и на базе фондовых бирж. Опционы, которые обращаются на биржах, называются котируемыми. Надо заметить, что эмиссия опционов на ценные бумаги каких-либо компаний никак не отражается на капитале этих компаний, их сводных балансах и доходах.

С точки зрения игры на фондовых рынках, отличия опциона от фьючерса

состоят в том, что, во-первых, заключение фьючерсного контракта не является актом купли-продажи; во-вторых, расчет по истечении срока фьючерсного контракта – в отличие от опциона – обязателен; в-третьих, риск, связанный с фьючерсной сделкой, значительно выше.

Кроме спекулятивных целей операции с опционами проводятся для осуществления хеджирования – фондового страхования своих портфелей ценных бумаг, хотя строго разделить данные операции по указанным целям весьма затруднительно.

На величину премии влияет целая совокупность факторов: соотношение между текущей (рыночной) и контрактной ценами, срок опциона, устойчивость курса базисного актива, уровень и динамика учетной ставки, соотношение спроса и предложения на контракты данной серии.

В дополнение к уже названным укажем на еще одну разновидность опционных сделок – "стеллаж" (двойной опцион; Он одновременно объединяет "call" и "put" одинаковой срочности с одинаковой ценой исполнения на один и тот же базисный актив при покупке (длинный "стеллаж") либо продаже (короткий "стеллаж").

Торговля опционами – один из важных моментов формирования фондового рынка, повышения его ликвидности и надежности. Множество опционных стратегий – комбинаций покупок и продаж разных типов опционов с различными ценами исполнения, премиями и периодами действия в совокупности с вариантами арбитражных сделок – столь велико и многообразно, что удовлетворит потребности как спекулянтов, так и инвесторов. Многочисленные возможности для хеджирования и получения прибыли предоставляют, кроме того, такие сравнительно новые инструменты фондового рынка (относящиеся уже к фиктивному капиталу третьего порядка), как опционы и фьючерсы по биржевым индексам, "программная" торговля и т.д.¹

Опционы, как и все другие подобные сделки, могут быть использованы

¹ Ивасенко А.Г. Указ. соч. – С. 15 – 16.

либо для хеджирования, либо для торговли, когда участники сделок рискуют в надежде получить прибыль. Опционы на процентные ставки отличаются от всех других контрактов – свопов и срочных сделок – большей свободой, предоставляемой покупателю.

Основное различие между опционом и другими сделками состоит в том, что он дает право, но не налагает обязательств. Владелец опциона не берет на себя обязательства, подобные тем, которые берет на себя покупатель срочного контракта или свопа. К тому же опционы – это единственная сделка, которая может быть использована как для хеджирования, торговых операций, так и для страхования различных финансовых активов.

Опционы на финансовые активы существуют уже много лет. Однако только в течение последних десятилетий рынок опционов расширился и распространился на биржи. До 1973г. опционы были приспособлены к потребностям индивидуального клиента, чтобы отвечать определенным требованиям. Это были главным образом опционы на товары, а не на финансовые активы. В 1973г. на Чикагской бирже опционов были представлены стандартные опционы на ценные бумаги. К 1984г. данный рынок вырос и стал вторым в мире рынком ценных бумаг с точки зрения стоимости этих бумаг в американских долларах¹.

В настоящее время на всех биржах мира можно торговать опционами на любые ценные бумаги, индексы ценных бумаг, товары, процентные ставки, иностранные валюты и некоторые срочные контракты.

Биржевые опционы имеют следующие характеристики:

- фиксированные конечные сроки действия, обычно через трехмесячные интервалы;
- срок погашения обычно до двух лет;
- фиксированные объемы контракта. Стандартизация контрактов означает, что рынки имеют тенденцию к ликвидности, т.е. разрыв между ценами покупки и продажи сужается, и крупные сделки могут быть заключены

¹ Кравченко П.П. Фьючерсный рынок и рынок опционов // Финансовый менеджмент. – 2001. – № 4.

легко;

– так как опционы продаются на контролируемых биржах, торговля ими находится под пристальным наблюдением. Расчетная палата биржи выступает в каждой сделке в качестве участника, поэтому риск неплатежа по ссуде, т.е. риск неплатежа по сделке, стандартизирован и лимитирован;

– цены назначаются публично, т.е. сделка между маклерами на бирже осуществляется открыто. Цены сообщаются на информационных экранах и вместе с дополнительной информацией печатаются в газетах и журналах.

Внебиржевые опционы имеют следующие характеристики:

– сделочные ставки, объемы контракта и срок долгового обязательства являются предметом переговоров;

– они могут быть более долговременными, чем биржевые опционы;

– владелец рискует неплатежом по ссуде; продавец не рискует, так как премия выплачивается вперед;

сделочная цена опциона известна только участникам сделки¹.

Бурное развитие опционов привело появлению их наиболее изощренных форм, так называемых "экзотических опционов".

Экзотические опционы обращаются на рынке около 30 лет, а термин "экзотический" появился около 10 лет назад. Когда в 1960-х годах XXв. первые барьерные опционы были представлены на финансовом рынке, их называли "boutique" или "designer". Слово "экзотические" впервые было использовано в монографии "Экзотические опционы" Марка Рубинштейна, которая была опубликована в 1990г.

Создание рынка экзотических опционов было процессом неизбежным, так как экзотические опционы по природе своей – более гибкие финансовые инструменты, чем простые опционы. Появление спроса на новые модифицированные инструменты было лишь вопросом времени.

До 1973г. опционная торговля осуществлялась исключительно на свободном рынке. Появившиеся после 1973 г. биржевые опционы быстро

¹ Там же.

завоевали рынок. Существенным толчком к развитию биржевой торговли стала теория оценки премии опциона, основанная на исследовании Блэка и Шоулса". Оценка опционного контракта и проверка гипотезы эффективности рынка" ¹. В середине 80-х годов новые условия, диктуемые усложняющимися стратегиями страхования портфеля, сформировали спрос на финансовые продукты, которые позволяли бы получить желаемый профиль денежного потока. Другими словами, эти финансовые продукты имели бы функцию выплат, которую можно было изменить по желанию покупателя. В английском языке такие функции выплат носят название *customized payoffs*. Первоначально подобные выплаты строились синтетически с помощью линейной комбинации из выплат простых опционов, но такие построения оказывались слишком дорогими. Единственный выход заключался в финансовом инжиниринге. За короткий срок на рынке появилось более десятка экзотических опционов.

На основе вышесказанного можно выделить причины эволюции простых опционов к экзотическим, а, следовательно, и причины предпочтения использования экзотических опционов:

- способность фирм создавать сложные функции выплат благодаря наличию мощного математического аппарата;
- зачастую дешевле приобрести экзотический опцион, чем попытаться заменить его линейной комбинацией простых опционов;
- возросшее понимание и искушенность потенциальных клиентов, таких, как корпоративные хеджеры и финансовые менеджеры;
- возросшая за последние несколько лет конкуренция на рынке стимулировала создание большого числа экзотических опционов, часть из которых была создана лишь для рекламных целей. Подобная ситуация провоцировала специалистов конкурирующих между собой фирм заявлять "если они это могут, то почему не можем мы".

Многие участники фондового рынка отдают предпочтение экзотическим

¹ Black M., Shoules S. The Valuation of Option Contract and a Test of Market Efficiency // Journal of Finance. 1972. – № 27. – P.72.

опционам не только по причине их низкой стоимости, но и потому, что они дают возможность получать доход выше среднерыночного, если правильно уловить тенденцию на рынке.

Экзотические опционы – это более гибкие финансовые инструменты, так как они призваны удовлетворять индивидуальным требованиям заказчика. Во-первых, они помогают участникам рынка, которые постоянно находятся под воздействием сложных рисков, тем, что упрощают эти риски, делая их тем самым управляемыми. Во-вторых, экзотические продукты помогают тем, кому необходимо создать очень точные схемы подверженности рискам для того чтобы оптимизировать воздействия от них.

Варрант же дает покупателю право, но опять же не обязанность, приобрести определенный базовый инструмент по установленной цене (в этом случае она называется " ценой подписки" в отличие от терминов " цена исполнения", или " страйк", для опционов) в определенные сроки до даты экспирации или в эту дату.

Законодательная дефиниция форварда содержится в Терминологии, применяемой в Международных стандартах финансовой отчетности, в которой установлено следующее понятие варранта. Это финансовый инструмент, который дает владельцу право на покупку обыкновенных акций¹.

Основная разница между опционами и варрантами состоит в следующем: варранты технически выпускаются компанией, у которой должен быть достаточный разрешенный к выпуску капитал, для обеспечения будущего создания акций, в то время как опционы создаются решением сторон сделки. Варранты обычно действуют примерно до пяти лет, а опционы – часто только 9 месяцев или до двух лет.

Варранты – это опцион на покупку обыкновенных акций по установленной цене исполнения, которая обычно выше курса акций на момент выпуска варранта. Варранты, как правило, выпускаются на длительные сроки (часто на несколько лет, а в некоторых случаях -бессрочно). В отличие от

¹ Приложение № 7 к Положению, зарегистрированному Министерством Юстиции РУз 25.10.2004 г. № 1419.

варранта сертификаты-права, также являясь опционом на покупку обыкновенных акций, обычно имеют меньшую подписную цену на акции, чем рыночный курс обыкновенных акций, и очень короткий период действия (часто от двух до четырех недель)¹.

Итак, варранты – это относительно долгосрочный опцион на покупку обыкновенной акции по установленной цене исполнения на установленный период.

Законодательством Республики Узбекистан также предусмотрено, что особой разновидностью опциона является варрант, который удостоверяет право его держателя на покупку в течение определенного времени (либо в конкретный день) ценных бумаг, впервые выпускаемых эмитентом варрантов. Выпуск варрантов, привязанных к ценным бумагам, осуществляется вместе с ценными бумагами, составляющими базисный актив. При этом один выпуск ценных бумаг, являющихся базисным активом варранта, сопровождается только одним выпуском варрантов².

Отечественным законодательством запрещается выпуск варрантов:

- по уже эмитированным ценным бумагам, находящимся в собственности третьих лиц или выкупленным самим эмитентом;
- с ценой базисного актива ниже номинала ценных бумаг (кроме облигаций).

Эмитенты варрантов обязаны обеспечить для первых держателей варрантов равные ценовые условия их приобретения, что означает установление единой цены, удостоверенной варрантами, по которой держатели варрантов имеют право приобретать ценные бумаги. При этом цена размещения ценных бумаг для держателей варрантов может отличаться от цены размещения ценных бумаг инвесторам, не владеющим варрантами.

Из всех видов опционов варранты имеют самый продолжительный срок действия, достигающий до 5, 10 или даже 20 лет, некоторые из них вообще не

¹ Ван Хорн, Джеймс, К., Вахович, Мл.Джонн. Основы финансового менеджмента: 11-е издание. Пер. с англ. – М.: Вильямс, 2001. – С.543.

² П. 2.10. Порядка выпуска и обращения производных ценных бумаг.

имеют срока погашения. Они не дают владельцу права голоса, не приносят дивидендов, не дают оснований притязать на активы компании. Все, что дает варрант своему владельцу, – это возможность косвенным образом участвовать в результатах рыночной динамики компании эмитента обыкновенных акций и таким образом получать определенный прирост капитала. Динамика курсов и рост стоимости портфеля акций – единственные возможности получения доходов от варрантов.

Варранты созданы для повышения привлекательности выпускаемых облигаций или для смягчения условий долга. В этих целях компания, выпускающая облигации, иногда дополняет их варрантами, позволяющими держателю купить установленное количество акций по оговоренному курсу в любое время в пределах установленного периода. Один варрант обычно позволяет его держателю купить одну акцию целиком, хотя иногда возможно приобретение более чем одной акции за варрант, а в редких случаях – лишь части акции. Продолжительность действия варранта ограничивается датой истечения срока опциона, а курс приобретения акции, установленный в варранте, называют курсом исполнения опциона.

Варранты выпускаются всеми типами компаний – от первоклассных до высшей степени спекулятивных. Варранты привязаны к выпуску новых акций, их доходность формируется примерно так же, как и у обыкновенных акций. Они приобретаются через брокерские конторы, и на них распространяются комиссионные и трансакционные издержки. Варранты обычно вносятся в перечень ценных бумаг вместе с обыкновенными акциями.

Варранты предлагают инвесторам ряд преимуществ, одно из которых – следование за динамикой курсов обыкновенных акций, с которыми они связаны. Такое поведение обеспечивает инвестору еще один альтернативный способ прироста капитала с помощью нового выпуска акций. Вместо того, чтобы покупать акции, инвестор может приобрести варранты на эти акции, такая практика может быть даже более прибыльной, чем вложение капитала непосредственно в акции.

Другое преимущество заключается в относительно низкой стоимости одного варранта и возможности использования благодаря этому "эффекта рычага". Концепция "эффекта рычага" основывается на принципе сокращения размера необходимого в данной инвестиционной позиции капитала без снижения доходов по ценным бумагам и утраты потенциального повышения стоимости инвестиций (прироста капитала). Инвестор может использовать варранты, чтобы приобрести определенную долю в акционерном капитале компании при значительно более скромном вложении капитала и таким образом приумножить доходность, поскольку варрант, по существу, обеспечивает такой же прирост капитала, как и более дорогие обыкновенные акции.

Варранты часто используют для повышения привлекательности как публичного, так и частного выпуска облигаций. В результате корпорация может предложить инвесторам более низкую ставку процента. Для компаний, находящихся на пределе кредитоспособности, использование варрантов предоставляет, пожалуй, последнюю возможность привлечь финансовые средства с помощью облигационного займа. Иногда варранты напрямую продают инвесторам за деньги. В дополнение варранты иногда используют при создании компании как компенсацию (вознаграждение) компаниям-андеррайтерам и венчурным капиталистам. До сих пор источник многих варрантов связан с выпуском облигаций, нередко с частным размещением.

Таким образом, варрант содержит черты опциона, определяя количество акций, которые его держатель сможет приобрести. Другим важным условием является цена, по которой исполняется варрант. Эта цена исполнения может быть либо фиксированной, либо увеличиваться с течением времени.

Согласно юридическому словарю Блэка, варрант отличается от опциона лишь тем, что варрант имеет более продолжительный срок обращения и продается публично всем желающим, в то время как опцион обычно предоставляется работникам эмитента¹.

¹ Black R. Law Dictionary. – St. Paul, Minn: West Publishing Co., 1990.

Цена исполнения – цена, по которой обыкновенную акцию, на которую выписан варрант или опцион "колл", можно купить в течение установленного срока.

Варрант должен иметь определенную дату своего истечения. Если же он бессрочный, то он не имеет срока погашения. Поскольку варрант является опционом только на покупку акции, держатели варранта не имеют права на получение денежных дивидендов по обыкновенной акции, и, кроме того, у них нет права голоса. Если обыкновенная акция дробится или объявлены дивиденды на акцию, то для учета такого изменения цену варранта обычно корректируют. Некоторые варранты можно выкупить после определенного времени при условии, что цена акций превысит некоторый минимум.

При исполнении варрантов количество обыкновенных акций компании увеличивается. Более того, облигация, выпущенная вместе с варрантами, остается в обращении. В момент выпуска варрантов цену исполнения обычно устанавливают выше сложившегося на момент выпуска курса обыкновенных акций.

Привлечение инвестиций является одной из важнейших задач, стоящих перед компаниями, стремящимися к развитию. Однако финансовая емкость фондового рынка Узбекистана в настоящее время недостаточно велика и не может в полной мере обеспечить потребности отечественных предприятий. Поэтому актуальным становится использование ресурсов мировых рынков капиталов. Реальным механизмом привлечения средств, необходимых для развития производства, является выпуск ценных бумаг, доступных для иностранных инвесторов, например таких, как депозитарные расписки. Депозитарная расписка – это сертификат, выпущенный депозитарием – резидентом и подтверждающий право собственности на определенное количество ценных бумаг эмитента – нерезидента.

Для организаций, особенно из стран с развивающейся экономикой, процесс выпуска акций на зарубежной фондовой бирже может быть чрезвычайно длительным и дорогостоящим. Кроме того, проблемы с

иностранной валютой и зарубежной собственностью могут возникнуть как у самой организации, так и у потенциальных инвесторов. Депозитарные расписки позволяют эффективно решить эти проблемы.

Депозитарная расписка удостоверяет право собственности на указанное в ней число акций организации. После того как организация поместила выпущенные ею акции в депозитарий в собственной стране, могут быть выпущены депозитарные расписки за рубежом, в местной валюте. Депозитарные расписки свободно обращаются, а их держатели имеют все права на акции, лежащие в их основе.

В зависимости от страны, в которой осуществляется обращение депозитарных расписок, различают американские депозитарные расписки (АДР)¹, т.е. обращающиеся в США, и глобальные депозитарные расписки (ГДР)², обращающиеся по всему миру.

АДР деноминируются в американских долларах, поскольку их выпускают депозитарные банки США. АДР представляют право собственности на акции неамериканских организаций. Держатели расписок получают дивиденды в долларах. После выпуска АДР на биржу торговля ими осуществляется аналогично торговле акциями.

С практической точки зрения, различия между ГДР и АДР почти отсутствуют. Однако ГДР предназначены для выхода на два и более международных рынка и зачастую выпускаются с целью мобилизации более крупного капитала, чем может позволить какой-либо отдельный рынок. Хотя многие ГДР деноминируются в американских долларах, они могут быть выпущены в любой валюте. ГДР обычно являются именными.

АДР – обращающийся инструмент, представляющий неамериканские, иностранные акции. Они предназначены для операций с иностранными акциями на американских рынках без местного листинга. АДР продаются и

¹ Американская депозитарная расписка – депозитарная расписка, удостоверяющая владение акциями компании иностранного государства, приобретенными депозитарным банком США в процессе их размещения на территории США.

² Глобальные депозитарные расписки – депозитарные расписки, выпускаемые в нескольких странах, с целью создания возможности обращения акций иностранных компаний в этих странах.

покупаются за американские доллары, в которых выплачиваются дивиденды.

АДР были введены в практику в 1927г. в ответ на законодательное решение Великобритании, ограничившее возможности британских организаций по регистрации акций за рубежом и запретившее вызов сертификатов акций за пределы страны¹.

С начала 1950-х годов АДР стали получать все большую популярность как средство, позволяющее инвесторам приобретать обыкновенные акции иностранных организаций на своем рынке.

АДР является важным инструментом на рынке США. Их выпуск может осуществляться разными способами, в зависимости от того, где они будут продаваться – на внебиржевом рынке или на бирже. В США депозитарные расписки выпускаются следующим образом:

1. Выпуск АДР уровня I. Программа выпуска инициируется неамериканскими организациями и поддерживается депозитарным банком. При этом между эмитентом и банком заключается официальное соглашение. Выпуски уровня I связаны с выполнением минимальных требований регулирующих органов и с представлением минимальной отчетности. Это самый простой способ вывода акций на зарубежные финансовые рынки. Депозитарные расписки не проходят регистрации в комиссии по ценным бумагам и биржам США. Этим и можно объяснить растущую популярность уровня I у многих компаний по всему миру.

АДР уровня I обращаются на внебиржевом рынке. Сделки регистрируются в так называемых "розовых листках" , публикуемых Национальным бюро котировок США.

2. Выпуск АДР уровня II/III. АДР уровня II котируются на NYSE, AMEX и NASDAQ и, как следствие, должны отвечать требованиям соответствующей биржи по включению в листинг. АДР уровня III используется неамериканскими организациями и для получения котировок, и для мобилизации капитала. В дополнение к преимуществам II уровня депозитарные расписки III уровня дают

¹ Миронов Е.И. Депозитарные расписки. – М.: Олма, 2002. – С.54.

компаниям право публичного размещения расписок с возможностью привлечения капитала¹.

3. Выпуск АДР в соответствии с правилом 144а. В данном случае акции зарубежных компаний не поступают на открытый рынок, а приобретаются инвесторами страны распространения расписок. Таковыми инвесторами являются частные инвестиционные фонды. Выпуск депозитарных расписок не требует регистрации в Комиссии по ценным бумагам США².

Использование американских или глобальных депозитарных расписок зависит от конкретной потребности финансирования деятельности данной компании.

Депозитарные расписки удобны для инвестора не только в силу легкости совершения сделок с ними, но и из-за обеспечения ими получения в срок дивидендов и иных платежей в долларах США и предоставления их владельцам ряда налоговых льгот. Собственники АДР получают информацию об эмитенте и о его финансовом положении и могут голосовать ценными бумагами, не покидая США.

Для инвесторов АДР часто является единственным легальным способом приобретения национальных акций, потому что, с одной стороны, во многих странах существуют запреты на вывоз ценных бумаг, а с другой – многие финансовые центры ограничивают покупку ценных бумаг нерезидентов национальными финансовыми институтами. Легально обойти эти препятствия позволяет выпуск АДР, когда акции депонируются в банке страны эмитента, который заключил соглашение с банком - депозитарием США, кроме того обычно депозитарные расписки, предназначенные для публичного размещения, должны регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам США³.

Исключение составляет выпуск АДР частного размещения третьего уровня. Сделки инвесторов с депозитарными расписками заключаются в соответствии с законодательством США в порядке, аналогичном торговле

¹ Лазарева И.В. Депозитарные расписки – проблемы и пути решения // Финансы. – 2001. – № 3. – С. 10 – 13.

² Дьяковский А. Рынок ADR: практика, итоги, перспективы // Рынок ценных бумаг. – 1997. – № 14.

³ Ковалева Т., Трещев С. Депозитарные расписки: некоторые проблемы // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 5 (212). – С. 31 – 33.

прочими американскими ценными бумагами, что дает ряд преимуществ как продавцу, так и покупателю¹.

Среди преимуществ депозитарных расписок можно выделить:

- отсутствие обязанности инвестора платить иностранному финансовому институту за услуги по хранению;
- повышение ликвидности ценных бумаг, представленных депозитарными расписками;
- снижение уровня налогообложения и налогового пресса в целом.

Депозитарий помогает инвесторам подготовить и послать в налоговые органы страны эмитента необходимую документацию для снижения ставки налогообложения дивидендов по двусторонним договорам США об избежании двойного налогообложения.

Для компании, размещающей свои акции на иностранных рынках посредством АДР, выгоды от проекта можно разделить на:

- коммерческие: расширение рынка предложения ценных бумаг компанией посредством быстрого и широкомасштабного предложения; улучшение имиджа предприятия;
- финансовые: выход на международный рынок капиталов; стабилизация или повышение котировок акций фирмы-эмитента; гибкость капиталовложения;
- стратегические: расширение круга потенциальных инвесторов; получение действенного механизма и выгодного инструмента для слияний и приобретений.

Глобальные депозитарные расписки выпускаются одновременно в нескольких странах. АДР, впервые появившиеся в начале 1990-х годов, облегчают доступ к капиталу на различных фондовых рынках. Котируются на рынках Европы и США. Предназначены для выхода на два и более международных рынка и зачастую выпускаются с целью мобилизации

¹ Иконников А. Обеспечение прав инвесторов в АДР – варианты решения // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 4 (163). – С.23 – 25.

крупного капитала, большинство ГДР деноминируются в американских долларах, однако они могут быть выпущены в любой валюте.

С юридической точки зрения, с технической и административной сторон, с точки зрения правил проведения операций выпуски американских и глобальных депозитарных расписок практически идентичны.

Сделки с ГДР и осуществляются на внебиржевом рынке, и на биржах, например NYSE. Расчеты по сделкам могут производиться в электронной форме через одну из международных клиринговых палат, например через CEDEL или Euroclear; процесс таких расчетов называют еще "глобальной учетной записью".

В качестве примера можно привести выпуск ГДР, осуществленный в 1996г. инвестиционным банком Lehman Brothers, который был глобальным координатором публичного предложения акций Государственного банка Индии на сумму 370 млн. долл. В результате встреч, произведенных с потенциальными инвесторами в 18 городах Азии, Европы и США, лимит подписки на акции был превышен¹.

Однако, учитывая, что АДР ИГДР – новые инструменты для участников отечественного фондового рынка, размещение и обращение этих ценных бумаг порождает много проблем, в том числе и правовых.

Для решения вопроса о порядке использования расписок как инструментов обеспечения исполнения обязательства, важно определить их юридическую природу и сущность.

Таким образом, расписки – это документы, которые позволяют своим держателям осуществлять определенные перечисленные в расписках права по отношению к лежащим в их основе акциям (например, право на получение дивидендов или право голоса на собраниях акционеров), а также позволяют им получать лежащие в основе расписок акции при выполнении определенных минимальных требований (например, оплата депозитарного сбора). Расписки предназначены для осуществления прав, закрепленных ценными бумагами, в

¹ Фондовый рынок: Курс для начинающих. – М.:Альпина Паблицер, 2002 – С.97.

отрыве от самих ценных бумаг.

Использование расписок связано с тем, что по законодательству ряда государств перемещение ценных бумаг через границу запрещено или ограничено. Депозитарные расписки, в частности, подтверждают право собственности на те ценные бумаги, на которые они были выпущены. Выпуск депозитарных расписок позволяет организовать обращение ценных бумаг за пределами страны, в которой они были эмитированы. Расписки выпускаются как в документарной, так и в бездокументарной форме.

Таким образом, по смыслу отечественного законодательства можно квалифицировать расписки как некий документ, удостоверяющие наличие у их держателя выраженных в иностранной валюте, определенных имущественных прав, по отношению к лежащим в их основе акциям.

Важно отметить, что статус весьма распространяемых на закрытом рынке расписок требует законодательной регламентации. Конкретными шагами в этом направлении могли бы стать, например, расширение перечня видов ценных бумаг, установленного ГК Республики Узбекистан, принятие соответствующих поправок к действующему законодательству о ценных бумагах, подробно расписывающих права и обязанности эмитентов, владельцев и держателей расписок.

Таким образом, подводя итог вышесказанному можно сделать следующие выводы:

Депозитарные расписки – удобный инструмент, позволяющий приобретать акции иностранных организаций; чаще всего они деноминируются в американских долларах, и дивиденды по ним выплачиваются также в долларах;

Депозитарные расписки упрощают заключение сделок и процедуру расчетов по иностранным акциям по сравнению с непосредственным владением такими акциями, которое требует участия финансового агента, конвертирования валют и т.п. Чаще всего депозитарные расписки так же ликвидны, как и лежащие в их основе акции.

С точки зрения эмитента, депозитарные расписки:

- упрощают доступ к иностранным рынкам, что позволяет расширить базу инвесторов и облегчить мобилизацию капитала;
- способствуют повышению ликвидности акций, лежащих в основе депозитарной расписки;
- способствуют повышению популярности иностранной организации в США;
- обеспечивают доступ к международным рынкам, что позволяет привлечь такие суммы, которые невозможно мобилизовать на каком-либо одном рынке.

В условиях постоянного развития экономических отношений и поиска новых способов извлечения прибыли и страхования рисков на фондовых рынках США¹ и Европы в последнее время нашли место весьма оригинальные инструменты страхования, например, производные на погоду².

Числовая характеристика погоды, которая лежит в основе такой производной ценной бумаги, зависит от конкретной ситуации. Это может быть и атмосферное давление, и скорость ветра, и влажность. Но наиболее широко используются деривативы, основанные на показателях термометра³.

Запущенные в 1999г. на Чикагской товарной бирже фьючерсы на погоду явились первыми биржевыми температурными погодными деривативами. Торговые объемы данных контрактов, основанных на, среднемесячной температуре в 10 крупных городах США, с начала торговли значительно выросли. На данный момент список городов включает 15 американских и 5 европейских городов, а также Осаку и Токио.

В 2001г. Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE) основала торговлю фьючерсными контрактами на погоду. Предметом торговли на Euronext.LIFFE является индекс на среднедневную

¹ Инструменты подобного рода обращаются на Чикагской фондовой бирже (Chicago Mercantile Exchange) <http://www.onechicago.com/>

² В августе 1997г. впервые были выпущены деривативы на погоду. Эти ценные бумаги должны были защитить доходы производителей, чьи объемы продаж зависят от погодных условий. См. Колоколова О. Погодные производные и возможности их применения. <http://www.hedging.ru/publications/authors/73>

³ Paul VanderMarck. Weather Risk. Special Risk Professional Supplement // Risk Professional. – November. – 2000.

температуру¹.

К настоящему моменту определение "погоды" укладывается в расчет нескольких индексов. Это стандартные "индекс обогрева" HDD (Heating Degree Days – "градусо-дни обогрева") и "индекс охлаждения" CDD (Cooling Degree Days). Осуществляется введение индексов на другие параметры погоды: количество осадков (rainfall / precipitation), количество выпавшего снега и его толщина (snowfall / snow depth), относительная влажность (relative humidity), скорость ветра и степень его холодности (wind speed и wind chill).

Несомненно, рынок погодных деривативов обладает огромным потенциалом роста. Такие контракты могут использовать компании, чьи доходы и (или) объемы продаж зависят от погодно-климатических условий². Это, в первую очередь, сельское хозяйство, энергетические компании, туристический бизнес, пищевая промышленность, производство и продажа прохладительных напитков³.

По оценкам, к середине 2000г. в США было совершено около 1600 сделок с инструментами на погоду общим объемом 3,5 млрд. долл. США. На данный момент в США рынок оценивается в 7,5 – 9 млрд. долл. США, тогда как объем традиционных метеоуслуг составляет лишь 0,5 млрд. долл. США⁴.

Существует быстро развивающийся внебиржевой (over-the-counter – OTC) рынок производных на температуру и другие погодные условия, в основном в США, на котором работает ряд брокерских контор, специализирующихся на инструментах такого типа, – Natsource, EuroBrokers, Sakura Dellsner, United Energy, Tradition. В качестве конечных пользователей на OTC-рынок, как правило, выходят компании, имеющие значительный опыт работы с финансовыми и товарными производными.

¹ Расулов Ф. Градусы, конвертируемые в доллары // Деловые ведомости. – 2005.

² Так, по оценкам Министерства торговли США (US Department of Commerce), погода влияет на области деятельности, представленные в американской экономике 1 трлн. долл. США, при объеме ВВП в 9 трлн. долл. См.: Михайлова П.А. Почем прошлогодний снег? Производные финансовые инструменты на погоду – экзотика становится реальностью. <http://www.hedging.ru/publications/authors/46>

³ Первыми необходимость таких экзотических инструментов осознали энергетики США. Действительно, доходы энергетических компаний в большой степени зависят от погоды и могут существенно различаться от года к году, независимо от экономической политики каждой конкретной компании. Колоколова О. Указ. соч.

⁴ Paul Vander Marck. Weather Risk // Risk Professional. – 2000. – №2/9. – P. 42.

На фоне роста ликвидности ОТС – рынка возникают предпосылки для стандартизации контрактов. Чикагская товарная биржа (Chicago Mercantile Exchange – CME¹) в 1999г. ввела в обращение фьючерсы и опционы на HDD и CDD. Эти индексы рассчитываются для наиболее важных населенных пунктов и энергетических узлов, которые выбраны по показателю активности ОТС торговли производными на погоду².

Интерес к новым контрактам возникает и в других странах, в особенности в Великобритании, где, как известно, погода является основным предметом обсуждения. В декабре 2001г. Лондонская международная финансовая биржа опционов и фьючерсов (London International Financial Futures and Options Exchanges – LIFFE³) запустила фьючерсы на погоду. Торгуются контракты на месячные HDD и на HDD в зимний период в Париже, Берлине, Лондоне в районе международных аэропортов Paris Orli, Berlin Tempelhof, London Heathrow. Контракты торгуются уже и в электронной системе LIFFConnect.

С 2000г. Eurex начала рассчитывать индексы HDD и CDD для 30 европейских городов по данным German Weather Bureau. Наряду с HDD, CDD Eurex упоминает также Energy Degree Day (EDD) как среднюю температуру. Впоследствии, когда индексы достигнут " рыночной зрелости" , предполагается ввести производные на эти индексы⁴.

Основной проблемой дальнейшего развития рынка погоды является стандартизация технологий. Так как для этого рынка очень актуально привлечение новых участников, то система должна обладать достаточной гибкостью.

Такая гибкость может быть достигнута с помощью введения стандарта данных. Это должен быть протокол, базирующийся на языке XML, аналогичный используемому на некоторых финансовых рынках языку FrML (Financial products Markup Language).

¹ <http://www.cme.com/>

² В настоящее время таких точек 10: Atlanta, Chicago, Cincinnati, New York, Dallas, Philadelphia, Portland, Tucson, Des Moines, Las Vegas. Там же.

³ <http://www.liffe.com/>

⁴ Михайлова П.А. Указ. соч.

Система должна поддерживать возможность удаленной торговли и быть Web-ориентированной. Она должна также подразумевать возможность разделения на компоненты для того, чтобы участники могли реконструировать ее для собственных целей и создавать свои приложения.

Торговая электронная система должна быть снабжена средствами для автоматического вычисления рекомендаций по хеджированию и корреляций между различными уже существующими индексами погоды.

Что касается правового регулирования производных на погоду, то оно отличается в разных странах. Так, в США они освобождены от налогов, как и страховые полисы, на основании решения US Financial Accounting Standards Board. Во Франции, Голландии, Швеции производные на погоду отнесены к товарным производным. В Англии их регламентирует единый регулятор – Securities and Futures Authority (SFA). В Германии, Италии, Испании отсутствуют формализованные правила в отношении этих инструментов, тогда как в Польше они трактуются как страховые операции, не входящие в число разрешенных.

Как нам представляется, дальнейшее развитие индустрии производных на погоду подтолкнет профессиональные ассоциации и регулирующие органы к быстрому принятию решений, снимающих препятствия нормативного характера для развития этого сектора срочного рынка.

На наш взгляд, на данном этапе трудно предположить, что в скором времени эти нетрадиционные ценные бумаги станут привычными рычагами управления риском и в Узбекистане. Это связано как с общей неразвитостью рынка производных финансовых инструментов, так и с отсутствием достаточно разработанной правовой базы, регулирующей данный сегмент рынка, а равно с высоким риском неисполнения обязательств по производным финансовым инструментам.

Глава VI. **ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ**

§ 6.1. Выпуск ценных бумаг

Современное состояние экономики Узбекистана убедительно свидетельствует о необходимости скорейшего решения проблем, связанных не только с реализацией экономически эффективных инвестиционных проектов, но и с более широким привлечением отечественных и зарубежных инвестиций на осуществление проектов, направленных на развитие отдельных отраслей, либо же конкретных предприятий. Приток инвестиций во многом зависит от типа и эффективности инвестиционных проектов, форм собственности предприятий, инициирующих привлечение инвестиций.

От того, как предприятие решает вопрос привлечения инвестиций, зависит и его будущее на рынке, положение среди конкурентов и способность приспособливаться к новым условиям.

Привлекать инвестиции хозяйствующие субъекты могут различными способами: путем получения кредитов в банках, путем получения займов у третьих лиц, а также путем размещения эмиссионных ценных бумаг (акций и облигаций). Мы рассмотрим возможности, которые предоставляет рынок ценных бумаг.

Привлечение компанией инвестиций с помощью выпуска ценных бумаг является одним из наиболее технически сложных способов привлечения инвестиций, так как ресурсы привлекаются путем распределения (продажи) риска неисполнения компанией своих обязательств, среди широкого круга инвесторов. Здесь же случаи нарушения прав инвесторов являются существенным препятствием для притока дополнительных капиталов на отечественный фондовый рынок. Поэтому для успешной продажи риск компании должен быть грамотно структурирован и представлен инвесторам.

Рынок ценных бумаг представляет собой самую динамичную структуру экономики, чутко и быстро реагирующую на любые изменения, происходящие

как в смежных областях, так и в таких сферах, влияние которых рассчитать заранее крайне трудно. Он существует не сам по себе и не исключительно для себя, а находится в тесной взаимосвязи с другими институтами экономики и выполняет свою особенную роль, которая часто может быть не очень заметна внешне, но чрезвычайно важна для нормального экономического развития страны. Рассматриваемый институт пронизывает всю экономику, все отрасли промышленности и в определенной степени является связующим, регулирующим элементом.

Сами условия формирования рыночных отношений, при которых возможно дальнейшее развитие и устойчивое функционирование рынка ценных бумаг напрямую связаны с осуществлением целенаправленных действий по повышению доверия инвесторов путем приведения действующего законодательства в соответствие с принятыми международными стандартами, устранения практики нарушения прав инвесторов, а также повышения уровня правовой культуры участников этих отношений в целом.

Развитие фондового рынка является одним из неперенных условий достижения долговременных стратегических целей, предполагающих обеспечение нового качественного роста экономики Узбекистан. Президент Республики Узбекистан И.А.Каримов, указав на перспективность формирования данного вида отношений, отметил, что «за счет формирования рынка ценных бумаг вовлекаются в оборот свободные средства населения, способствуя тем самым решению важной задачи по стабилизации экономики – укреплению денежного обращения, а, следовательно, и национальной валюты. Через участие на фондовом рынке у населения появляется интерес к обладанию ценными бумагами, навыками и культура обращения с ними». Между тем период становления отечественного рынка ценных бумаг сопровождался низким уровнем развития нормативно-правовой базы, в том числе касающейся регулирования эмиссии ценных бумаг. Это, в частности, явилось одной из причин различного рода социально-экономических потрясений начального этапа перехода к рынку.

Опыт развитых зарубежных стран также свидетельствует, что именно через механизм рынка ценных бумаг осуществляется перераспределение финансовых ресурсов в наиболее эффективные отрасли экономики. Этот механизм как необходимая составная часть рыночной инфраструктуры является действенным двигателем всего инвестиционного процесса.

Ценные же бумаги, как инструменты фондового рынка, выступают носителями прав собственности их владельца на тот или иной имущественный объект. В связи с этим остро встает вопрос о легитимности перехода прав собственности на имущество посредством выпуска и обращения ценных бумаг.

Нормативно-правовая база, регламентирующая отношения, возникающие на рынке ценных бумаг, сформировалась в Узбекистане относительно недавно, хотя сами операции с ценными бумагами осуществлялись в нашей стране одновременно с началом проведения широкой программы приватизации¹. Этот процесс затронул все слои общества и за короткое время привел к образованию, как класса собственников ценных бумаг, так и новых экономических и правовых институтов – эмитентов ценных бумаг.

В этой ситуации, безусловно, должен был существовать государственный орган, который встал бы на защиту прав и законных интересов участников операций с ценными бумагами. Таким органом и стал созданный в 1996г. Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг². Основными задачами деятельности Центра стали:

- принятие мер по защите прав и интересов инвесторов на участие в управлении предприятием (акционерным обществом), получении дивидендов;
- координация деятельности участников рынка ценных бумаг, разработка и утверждение единых требований к осуществлению профессиональной

¹ «За период с начала приватизации государственной собственности и до конца 1994 г. разгосударствлено около 54 тыс. предприятий и объектов. Из них 18,4 тыс. перешли в частную собственность, 26,1 тыс. стали акционерными, 8,7 тыс. – коллективными, 661 – арендными предприятиями. На базе приватизированных предприятий создавались совместные предприятия с иностранным капиталом». Каримов И.А. Узбекистан по пути углубления экономических реформ. – Т.: Узбекистон, 1995. – С. 53.

² Центр создан в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 26.03.1996 г. №УП-1414 «Об образовании Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан» и Постановления Кабинета Министров РУз от 30.03.1996 г. № 126.

деятельности с ценными бумагами, правил совершения сделок с ценными бумагами, стандартов учета и отчетности проведения операций с ценными бумагами;

– контроль за правильность проведения операций с ценными бумагами и осуществляет надзор за деятельностью участников рынка ценных бумаг, соблюдением правил и квот допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан и принимает предусмотренные законодательством меры к нарушителям данных правил и квот;

Также Центр производит регистрацию эмиссии (выпусков) ценных бумаг и их производных, проспектов эмиссии ценных бумаг эмитентов, в том числе иностранных, осуществляющих эмиссию ценных бумаг на территории Республики Узбекистан. Являясь одним из основных методов привлечения средств в производство товаров и услуг, эмиссия ценных бумаг служит базой для функционирования первичного рынка ценных бумаг, который в свою очередь является основой функционирования фондового рынка в целом.

Следует отметить, что сама природа свободного рынка предоставляет широкие возможности в выборе форм и методов инвестирования, в том числе и с использованием ценных бумаг. В зависимости от состояния и уровня развития фондового рынка изменяется контроль государства за процессами эмиссии и обращения ценных бумаг. Это связано с множеством факторов, как то защита прав инвесторов, стремление обеспечить сбалансированность и предсказуемость фондового рынка и др.

Однако в каждом конкретном случае хозяйствующий субъект самостоятельно принимает решение о выборе той или иной стратегии привлечения капитала и механизма ее реализации.

Соответственно развитый рынок ценных бумаг, а также относительно невысокий уровень вмешательства государства в его функционирование позволяет использовать все более совершенные и в то же время усложненные механизмы инвестирования посредством размещения ценных бумаг (электронные торги, экзотические производные ценные бумаги и т.д.). Такое явление получило

название «секьютиризация» (от англ. securities – ценные бумаги).

К сожалению, на сегодняшний день состояние фондового рынка Узбекистана не позволяет в полном объеме использовать все преимущества применения ценных бумаг. В этих условиях процессы инвестирования, как правило, ограничиваются наиболее традиционными способами использования ценных бумаг для привлечения капитала. Это прежде всего выпуск акции и облигаций.

Каждый из указанных способов имеет свои преимущества и недостатки.

Так, акция – это ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Соотношение права управления и права получения прибыли могут варьироваться в зависимости от типа акций – простые или привилегированные.

Простые акции являются голосующими, дающими право их владельцу на получение дивидендов, участие в общих собраниях общества и управлении обществом.

Привилегированными акциями являются акции, которые дают право их владельцам в первоочередном порядке получать дивиденды, а также средства, вложенные в акции при ликвидации акционерного общества. Привилегированные акции дают право их владельцам на получение определенных дивидендов независимо от наличия прибылей предприятия.

Эмиссия акций регламентируется Положением о порядке выпуска, государственной регистрации и аннулирования выпуска акций акционерных обществ¹. Согласно нему выпуск в обращение акций осуществляется в следующем порядке: подготовка и утверждение проспекта эмиссии, регистрация акций, опубликование проспекта эмиссии и сообщения в средствах массовой информации о подписке на акции, а затем размещение акций согласно

¹ Утверждено Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг от 07.06.2002 г. № 2002-11.

перспективе эмиссии среди членов трудового коллектива, уполномоченного государственного органа и инвесторов.

При этом учет выпущенных акционерными обществами акций ведется регистрирующими органами в специальных реестрах по установленной форме. Ежеквартально эмитент составляет отчет об итогах выпуска акций в составе квартальной отчетности и представляет его в регистрирующие приватизацию.

Регистрирующие органы, Госкомимущества Республики Узбекистан и его территориальные управления обязаны обеспечить контроль за ходом эмиссии зарегистрированных акций с целью недопущения нарушений действующего законодательства.

Так, по состоянию на 1 июля 2004г. зарегистрировано 13408 выпуска акций, с общим объемом эмиссии 2554,2 млрд. сум, в том числе, за отчетный период 417 выпусков акций, с общим объемом эмиссии 178,7 млрд. сум¹.

Что касается облигаций, то они представляют собой ценные бумаги, удостоверяющие внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента. Облигации могут выпускаться обыкновенными и выигрышными, процентными и беспроцентными (целевыми), свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения².

Так, на 1 июля 2004г. зарегистрировано 67 эмитентами выпущено корпоративных облигаций на сумму более 33,35 млрд. сум. Общий объем зарегистрированных и выпущенных в обращение эмиссий корпоративных облигаций за отчетный период составил 20 выпусков на сумму 10 млрд. сум.

Эмиссия облигаций также в свою очередь регулируется Положением о порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций³.

¹ См.: Информационно-аналитический бюллетень Госкомимущества РУз по итогам 1 полугодия 2004 г. – Т., 2004г.

² Ст. 5 Закона РУз «О ценных бумагах и фондовой бирже» от 02.09.1993г. № 918 – XII.

³ Утверждено Приказом генерального директора ЦКК РЦБ при ГКИ от 07.06.2002 г. № 2002-10, зарегистрированным МЮ 10.07.2002 г. № 1158.

Выпуск (эмиссия) облигаций включает в себя следующие этапы:

- принятие уполномоченным органом эмитента решения о выпуске облигаций;
- подготовка и утверждение уполномоченным органом эмитента проспекта эмиссии либо анкеты выпуска облигаций;
- государственная регистрация выпуска облигаций;
- направление регистрирующим органом в Центральный депозитарий оригиналов документов, подтверждающих выпуск облигаций, в целях их постановки на учет;
- изготовление сертификатов облигаций (в случае выпуска наличных облигаций);
- раскрытие информации путем публикации сведений о выпуске облигаций;
- представление отчета об итогах выпуска облигаций в регистрирующий орган;
- раскрытие информации об итогах выпуска облигаций.

В случаях нарушения эмитентом установленного порядка выпуска облигаций, а также введения в заблуждение инвесторов и регистрирующего органа путем распространения (предоставления) заведомо недостоверных сведений (информации), в том числе в проспекте эмиссии (анкете выпуска) регистрирующий орган вправе применить санкции в соответствии с законодательством.

Однако инвестирование в предприятие путем приобретения того или иного вида ценных бумаг, выпускаемыми хозяйствующими субъектами имеет свои особенности.

По мнению ряда ученых, акции, по сравнению с облигациями, обеспечивают инвесторам большую возвратность вложенных средств. Недавнее исследование, динамики фондовых рынков 16 развитых стран в XXв. проведенное специалистами Лондонской школы бизнеса Элроем Димсоном, Полом Маршем и Майклом Стонтоном подтверждает это мнение. Во всех рассмотренных странах возвратность средств, вложенных в акции, с учетом

инфляции оказывалась выше, чем у облигаций¹.

Традиционно считается, что акции являются более рискованным объектом вложения средств, чем облигации. Это действительно так: в случае краха компании-эмитента ее акционеры обычно получают свои деньги в последнюю очередь, уже после того, как свои претензии удовлетворят другие кредиторы. Таким образом, большая возвратность вложенных в акции средств является своеобразной платой за тот риск, на который идут инвесторы. Вопрос заключается в том, насколько именно акции привлекательнее облигаций с точки зрения возвратности средств².

Спор о том, насколько больше акции приносят денег по сравнению с облигациями, имеет важное практическое значение. Весьма плачевными могут быть последствия завышения ожидаемой возвратности акций с точки зрения роста объемов инвестиций.

В этой связи эмитент в целях получения максимального объема инвестиций при выборе вида ценных бумаг, подлежащих выпуску должен руководствоваться текущим состоянием рынка, интересам инвесторов, их готовностью к риску, и желаниям по возврату вложенного капитала. Уже исходя из этих условия эмитент может наиболее эффективно произвести выпуск в обращение ценных бумаг, при этом детально соблюдая установленные законом требования, что в целом весьма положительно сможет отразиться на инвестиционном климате нашей страны. Многообразие же видов циркулирующих ценных бумаг, позволяющее инвестором более выгодно и гибко управлять своими финансовыми средствами, повысит в свою очередь ликвидность отечественного фондового рынка.

¹ <http://www.worldeconomy.ru>

² Оценивая размеры дополнительного вознаграждения за риск, т.е. разницы в доходности между акциями и облигациями, авторы работы определили его среднее значение в 4.6%. Ардалионов Л. Акции или облигации? <http://www.i2r.ru>

§ 6.2. Запрещение или приостановка выпуска ценных бумаг

В соответствии с Положением о порядке выпуска, государственной регистрации и аннулирования выпуска акций акционерных обществ Регистрирующий орган вправе приостановить размещение и обращение акций в течение срока размещения в случаях:

- нарушения условий выпуска, указанных в проспекте эмиссии (анкете выпуска) акций, в том числе превышения фактического размещения над зарегистрированным объемом эмиссии акций;
- невыполнения предписаний регистрирующего органа о представлении отчетов о ходе размещения акций и о раскрытии информации;
- обнаружения недостоверной либо вводящей в заблуждение информации, существенно меняющей условия выпуска и требующей дополнительного оповещения инвесторов.

При приостановлении размещения и обращения акций запрещается дальнейшее размещение и регистрация сделок с размещенными акциями.

В случае выявления оснований для приостановления регистрирующий орган не позднее 3 рабочих дней с момента выявления оснований принимает решение о приостановлении размещения и обращения и одновременно выносит предписание об устранении нарушений и не позднее 2 рабочих дней со дня принятия решения направляет копии решения эмитенту и в Центральный депозитарий.

Эмитент обязан приостановить размещение и обращение акций с момента получения соответствующего предписания об устранении нарушений, раскрыть информацию о приостановлении и устранить выявленные нарушения в сроки, определенные регистрирующим органом. На период приостановления срок размещения акций не продлевается.

Возобновление размещения и обращения акций производится по решению регистрирующего органа, принятому по итогам рассмотрения отчета об устранении нарушений (с приложением подтверждающих документов)

представленного в сроки, установленные соответствующим предписанием.

Регистрирующий орган вправе признать эмиссию акций несостоявшейся в случаях:

- неисполнения эмитентом требований по исправлению нарушений, послуживших основанием для приостановления эмиссии акций;
- неразмещения предусмотренной решением о выпуске акций доли, при неразмещении которой их выпуск признается несостоявшимся;
- неразмещения ни одной из акций выпуска.

В случае признания эмиссии акций несостоявшейся акции данного выпуска подлежат возврату эмитенту, средства, полученные эмитентом от размещения выпуска акций, возвращаются инвесторам в порядке, установленном проспектом эмиссии (анкетой выпуска), и государственная регистрация выпуска аннулируется.

Эмитент с момента получения решения регистрирующего органа о признании эмиссии несостоявшейся обязан в течение 5 дней опубликовать об этом в средствах массовой информации.

Аннулирование государственной регистрации выпусков акций производится:

- в случае признания выпуска несостоявшимся;
- в случае ликвидации или реорганизации эмитента;
- в случае наличия соответствующего решения суда.

Эмитент в течение 10 дней со дня возникновения оснований для аннулирования обязан подать в регистрирующий орган письменное заявление на аннулирование выпуска (выпусков) акций с указанием соответствующих причин и приложением необходимых документов.

Для аннулирования выпуска (выпусков) акций эмитент представляет следующие документы:

- а) в случае признания выпуска акций несостоявшимся:
 - оригинал проспекта эмиссии (анкеты выпуска) акций и образец акции выпуска, признанного несостоявшимся, копия объявления в печати о

признании выпуска акций несостоявшимся и возврате денежных средств за размещенные акции данного выпуска (для публично размещенных выпусков акций);

– письменное подтверждение эмитента о возврате денежных средств инвесторам;

б) в случае ликвидации или реорганизации:

– копия решения уполномоченного органа эмитента (или суда) о ликвидации или реорганизации;

– оригинал проспекта эмиссии (анкеты выпуска) и образец акции выпуска;

– копия объявления в печати о ликвидации или реорганизации (для публично размещенных выпусков акций);

– справка эмитента или реестродержателя о закрытии реестра акционеров;

– копия ликвидационного баланса (в случае ликвидации эмитента).

Возмещение расходов, связанных с возвратом инвесторами акций, а также выплаты им внесенных денежных средств по покупке акций осуществляются за счет эмитента.

Сведения об аннулировании государственной регистрации выпусков акций вносятся в Государственный реестр выпусков ценных бумаг.

Что касается облигаций, то в соответствии с Положением о порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций регистрирующий орган также вправе приостановить размещение и обращение облигаций в течение срока размещения в случаях:

– нарушения условий выпуска, указанных в проспекте эмиссии (анкете выпуска) облигаций, в том числе превышения фактического размещения над зарегистрированным объемом эмиссии облигаций;

– невыполнения предписаний регистрирующего органа о представлении отчетов о ходе размещения и раскрытия информации;

– обнаружения недостоверной либо вводящей в заблуждение

информации, существенно меняющей условия выпуска и требующей дополнительного оповещения инвесторов;

– наличия соответствующего решения суда.

При приостановлении размещения и обращения облигаций запрещается дальнейшее размещение и регистрация сделок с размещенными облигациями.

В случае выявления оснований для приостановления регистрирующий орган не позднее 3 рабочих дней с момента выявления оснований принимает решение о приостановлении размещения и одновременно выносит предписание об устранении нарушений и не позднее 2 рабочих дней со дня принятия решения направляет копии решения эмитенту и в Центральный депозитарий.

Эмитент обязан приостановить размещение и обращение облигаций с момента получения соответствующего предписания об устранении нарушений, раскрыть информацию о приостановлении и устранить выявленные нарушения в сроки, определенные регистрирующим органом. На период приостановления срок размещения облигаций не продлевается.

Возобновление размещения облигаций производится по решению регистрирующего органа, принятому по итогам рассмотрения отчета об устранении нарушений (с приложением подтверждающих документов), представленного в сроки, установленные соответствующим предписанием.

Регистрирующий орган вправе признать эмиссию облигаций несостоявшейся в случаях:

– неисполнения эмитентом требований по исправлению нарушений, послуживших основанием для приостановления эмиссии облигаций;

– неразмещения предусмотренной решением о выпуске облигаций доли, при неразмещении которой их выпуск признается несостоявшимся;

– неразмещения ни одной облигации выпуска.

В случае признания эмиссии облигации несостоявшейся облигации данного выпуска подлежат возврату эмитенту, средства, полученные эмитентом от размещения облигации, возвращаются инвесторам в порядке, установленном проспектом эмиссии (анкетой выпуска), и государственная регистрация

выпуска аннулируется.

Эмитент с момента получения решения регистрирующего органа о признании эмиссии несостоявшейся обязан в течение 5 дней опубликовать об этом в средствах массовой информации.

Аннулирование государственной регистрации выпусков облигаций производится:

- в случае признания выпуска несостоявшимся;
- в случае ликвидации;
- в случае наличия соответствующего решения суда.

Эмитент обязан в течение 10 дней со дня возникновения оснований для аннулирования подать в регистрирующий орган письменное заявление на аннулирование выпуска (выпусков) облигаций с указанием соответствующих причин и приложением необходимых документов.

Для аннулирования выпусков облигаций эмитент представляет следующие документы:

а) в случае признания выпуска облигаций несостоявшимся:

- оригинал проспекта эмиссии (анкеты выпуска) и образец облигации выпуска, признанного несостоявшимся;
- копия объявления в печати о признании выпуска облигаций несостоявшимся и возврате денежных средств за размещенные облигации данного выпуска (для публично размещенных выпусков облигаций);
- письменное подтверждение эмитента о возврате денежных средств инвесторам;

б) в случае ликвидации:

- копия решения уполномоченного органа эмитента (или суда) о ликвидации;
- копия объявления в печати о ликвидации эмитента;
- справка эмитента или реестродержателя о закрытии реестра владельцев облигаций (для именных облигаций);
- копия ликвидационного баланса (в случае ликвидации эмитента)

– оригинал проспекта эмиссии (анкеты выпуска) и образец облигации.

Возмещение расходов, связанных с возвратом инвесторами облигаций, а также выплаты им внесенных денежных средств по покупке облигаций, осуществляются за счет эмитента.

Г л а в а VII.

ЗАЩИТА ПРАВ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 7.1. Законодательная регламентация и способы обеспечения прав участников рынка ценных бумаг

В вопросе совершенствования законодательства о защите прав акционеров ключевая роль отводится судебной защите. Необходимо отметить, что на сегодняшний день в данном аспекте существует ряд проблем, требующих скорейшего законодательного разрешения.

Право акционера на защиту вытекает из общего смысла действующего гражданского законодательства и представляет собой неотъемлемую гарантию осуществления корпоративных прав и интересов. Необходимость в защите прав акционера имеет место в случае возникновения препятствий в осуществлении корпоративного права, выражающихся в неисполнении акционерным обществом, его органами управления установленных законом и корпоративными актами обязанностей, злоупотреблении правами другими участниками правоотношения.

Право акционера на защиту представляет собой предусмотренную законом возможность реализовать меры правоохранительного характера в целях устранения препятствий в осуществлении корпоративных прав и исполнении обязанностей, а также восстановления нарушенных прав¹.

Пробелом в процессуальном законодательстве Республики Узбекистан продолжает существовать отсутствие специальной подсудности по делам, связанным с акционерными обществами².

Данное обстоятельство на практике зачастую приводит к принятию противоречивых решений судов общей юрисдикции (по гражданским делам) – в тех случаях, когда в качестве акционера выступает физическое лицо и решений

¹ См.: Анохин В., Асташкина Е. Теория и практика гражданско-правовых способов защиты прав акционеров // Хозяйство и право. – 2003. – №8. – С.32

² Такого рода иски в теории гражданского и корпоративного права получили название «косвенные иски». Косвенный (производный) иск рассматривается в качестве правового средства воздействия отдельного акционера или группы акционеров как совладельцев общества на должностных лиц (менеджеров). См.: Ярков В.В. Особенности рассмотрения дел по косвенным искам // Юрист. – 2000. – №11-12; См. также: Осокина Г. Косвенные иски: реальность или фикция // Хозяйство и право. – 2001. – №1. – С.31.

хозяйственных судов по спорам с участием акционеров физических лиц.

Необходимо отметить, что специальная подсудность независимо от субъектного состава в отношении спора с участием акционерного общества¹ – общепринятая практика и не существует каких-либо препятствий к внедрению данного принципа в хозяйственно-процессуальное законодательство. Это во многом позволит унифицировать судебную практику по данным вопросам. Необходимо добавить, что суды по гражданским делам, как правило, рассматривают споры в частноправовой сфере, затрагивающие личные имущественные и неимущественные права. Тогда как взаимоотношения внутри акционерного общества относятся к экономическим спорам. Судебная практика по данному вопросу содержит факты противоречия принятых решений в отношении акционера– юридического лица и акционера– физического лица.

Своеобразие и правовая сущность косвенного (производного) иска, по мнению авторов, предлагающих использовать такую терминологию, состоит в том, что истцы-акционеры защищают свои права и законные интересы этим иском не прямо, а опосредованно через защиту прав и интересов АО (то есть корпорации) как самостоятельного субъекта корпоративных отношений².

Косвенные иски занимают особое место в системе исковой защиты прав, Выделение косвенного иска как самостоятельного вида происходит при классификации исков по характеру защищаемых интересов и выгодоприобретателя по данному требованию. По косвенному иску в случае его удовлетворения прямым выгодоприобретателем становится само общество, в пользу которого взыскивается присужденное³. Выгода самих акционеров является косвенной. Концепция косвенного иска произошла из практики английского траста, т.е. доверительного управления чужим имуществом. Поскольку менеджеры управляют чужим имуществом. На них возлагается так называемая "доверительная ответственность".

¹ См. подробнее: Виноградская Н.Ф., Якимов А.А. К вопросу о подсудности корпоративных споров в новом Арбитражном процессуальном кодексе Российской Федерации // Вестник ВАС РФ. – 2003. – №8; Тен Ю.Г. Споры между миноритарными акционерами и обществом // Арбитражная практика. – 2003. – №8 – С.32.

² См.: Осокина Г. Косвенные иски – реальность или фикция // Хозяйство и право. – 2001. – №1.

³ См.: Ярков В.В. Особенности рассмотрения дел по косвенным искам // Юрист. – 2000. – №11. – С. 6.

Общий корпоративный интерес, носителем которого выступает корпорация (акционерное общество), нельзя рассматривать как простую сумму частных интересов ее участников. Общий и частный корпоративные интересы, несмотря на одинаковую направленность в своем развитии, имеют конкретное, отличное друг от друга экономико-правовое содержание и форму, что исключает возможность их прямого и непосредственного отождествления. Общий корпоративный интерес, то есть интерес корпорации как юридического лица, самостоятельного субъекта права и корпоративных отношений, качественно и количественно отличается от частного корпоративного интереса, который ограничен стоимостью акции, пая, доли, вноса; размером причитающегося дохода, а также ликвидационной квоты. Качественные и количественные параметры частного корпоративного интереса находятся в сложной функциональной зависимости от общего корпоративного интереса.

Право акционера (акционеров) на предъявление иска о возмещении причиненных АО убытков представляет собой предусмотренное соответствующими правовыми нормами право выступать от имени и в интересах АО, то есть право быть его судебным (корпоративным) представителем. В связи с этим имущественный ценз в виде владения определенным количеством размещенных обыкновенных акций следует рассматривать в качестве условия (юридического факта), с которым акционерное и гражданское процессуальное законодательство связывают возникновение у члена (членов) корпорации способности иметь процессуальные права и нести процессуальные обязанности корпоративного представителя.

Необходимость четкого определения пределов осуществления акционерами права на защиту связана с распространением случаев использования средств осуществления и защиты прав, которые существенно нарушают права других акционеров¹. Внешне законные, а фактически

¹ В зарубежном законодательстве данный вопрос решается с использованием различных по характеру средств. Например, суды в США не принимают к рассмотрению иск акционеров, если станет известно, что он предъявлен акционерами недобросовестно или неадекватно по отношению к тем из акционеров, которые также обратились в защиту своих интересов или интересов корпорации, в связи с чем в исковом заявлении акционер должен обосновать, что обращение в суд не вызвано его желанием воспользоваться юрисдикцией суда в

балансирующие на грани злоупотребления правом методы использования пробелов и недостатков действующего законодательства для достижения корыстных целей становятся все более изощренными¹. К таким средствам можно отнести инициирование одного или нескольких фиктивных судебных процессов в целях придания законности неправомерным действиям – например, обязать органы управления общества, избранные фактически с нарушением требований закона, не уклоняться от исполнения своих полномочий, а также запретить всем третьим лицам препятствовать указанным лицам в управлении делами общества², использование нескольких "конкурирующих" судебных актов по одному и тому же спору.

В США для управления корпорациями в обеспечение права справедливости была разработана система прямых и производных исков.

Возможность применения производного иска впервые здесь была признана в 1832г. При этом выделялось две категории таких исков:

- 1) иски, поданные с целью принудить директоров выступить от лица корпорации против третьего лица;
- 2) иски от лица корпорации против директоров, нарушивших свои доверительные обязанности.

Следовательно, косвенный иск может состоять из:

- 1) требования о принуждении корпорации подать иск (например, через директоров против лица, нанесшего вред корпорации);
- 2) требования самой корпорации (например, иск, поданный акционерами от лица корпорации против директоров).

При предъявлении исков акционеры могут использовать процессуальный механизм коллективных (репрезентативных) исков, позволяющих акционеру подать иск от имени всех акционеров, находящихся в аналогичном положении,

корыстных целях. Во Франции при решении подобных вопросов акционерами и судебными органами применяется концепция "злоупотребления правом", в соответствии с которой предел осуществления права обусловлен тем, нарушаются ли при этом права и интересы других лиц. Если права нарушаются, то являются ли такие нарушения разумными с точки зрения обычаев делового оборота и норм этики и получает ли лицо, права которого нарушены, справедливую компенсацию.

¹ См.: Скуратовский М. Л. Основные способы защиты прав акционеров // Арбитражная практика. – 2001. – № 8. – С. 25.

² См.: Белов В. А. Черный бизнес "зеленых почтальонов" // Эж-Юрист. – 2002. – №42. – С25.

что дает возможность объединить усилия сразу нескольких лиц, понесших убытки. В настоящее время порядок предъявления коллективных и производных исков регламентирован Правилом 23 Федеральных правил гражданского процесса (Federal Rules of Civil Procedure). Наряду с этим порядок судебной защиты прав акционеров с использованием механизма коллективных исков регулируется на уровне процессуального законодательства отдельных штатов. Согласно данному Правилу один или несколько членов группы могут искать или отвечать в суде в качестве представителей от имени всех членов группы при соблюдении следующих условий: а) группа является настолько многочисленной, что привлечение в качестве сторон всех ее членов было бы непрактичным; б) существуют вопросы установления фактов или их правовой квалификации, общие для всей группы; в) требования или возражения представителей являются типичными для всех членов группы и г) представители группы обеспечат справедливую и адекватную защиту ее интересов.

Применительно к процедуре производных исков в США следует отметить, что акционер должен предпринять предварительные необходимые меры к тому, чтобы аналогичный иск был заявлен самой корпорацией. Верховный суд США в деле Хавс против Окланд (Haves v. Oakland) в этой связи постановил, что, "до того как акционеру будет позволено предъявить иск, право на который принадлежит корпорации, он должен доказать, что использовал все возможные средства для удовлетворения своих требований или предъявления иска от имени корпорации".

В большинстве штатов процедура предъявления производных исков инициируется путем подачи акционером особого требования совету директоров (demand). По мнению А. Бойла, осуществление акционерами процедуры подачи данного требования является своего рода эквивалентом совершения процессуальных действий в рамках производного иска по праву Англии в соответствии с правилом по делу Фосс против Харботл (Foss v. Harbottle). В данном требовании акционер описывает суть иска, который он намеревается предъявить, после чего выдвигает требование к совету директоров принять

решение о предъявлении подобного иска от имени корпорации или об исправлении положения, которым озадачен акционер.

Если совет директоров предъявляет иск или иным образом принимает необходимые меры к исправлению нарушений, то акционер обычно теряет возможность подать производный иск, так как инициатива перешла в руки самой корпорации.

Совет директоров в определенных случаях может отклонить претензию акционера, и такое решение будет подпадать под положения правила делового суждения. Например, в случае, когда акционер требует предъявления иска против должника корпорации о взыскании долга, а совет директоров принимает решение не взыскивать долг, суд не рассматривает вопрос о правильности такого решения. При этом презюмируется, что при принятии этого решения директора не только оценивают, насколько обоснованно требование корпорации к должнику, но и принимают во внимание другие обстоятельства, включая величину судебных расходов, вероятность выигрыша и др. В подобном случае нередко отказ совета директоров в удовлетворении требования акционера лишает последнего возможности продолжать свои действия по предъявлению производного иска. Однако, если суд установит, что директора, принявшие решение об отказе в удовлетворении претензии акционера, были лично заинтересованы в принятии такого решения либо принимали участие в действиях, оспариваемых акционером, суд разрешит акционеру продолжить процесс подачи производного иска.

Причина возможных злоупотреблений в сфере акционерных отношений – отсутствие в законе границ и пределов осуществления защиты акционерного права, "безграничность" судейского усмотрения при решении вопроса о законности применения тех или иных средств реализации и защиты якобы нарушенных прав, отсутствие в акционерном законодательстве мер ответственности за злоупотребление правом.

Таким образом, совершенствование системы защиты прав акционеров – важнейшая мера, необходимая для усиления корпоративного сектора

Узбекистана, что, в конечном счете позволит увеличить приток инвестиций во все отрасли отечественной экономики, улучшит экономические показатели отечественных компаний и в целом положительно отразится на экономическом росте Узбекистана.

§ 7.2. Компетенция государственных органов в области защиты прав участников рынка ценных бумаг

Одним из способов разрешения корпоративных конфликтов, помимо судебного разбирательства (данный вопрос будет рассматриваться в следующем параграфе) является обращение в регулирующий орган за рынком ценных бумаг – Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан (далее – Центр).

В соответствии с Положением "О Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан" утвержденным Постановлением Кабинета министров РУз от 30.03.96. №126 основными задачами Центра являются:

- контроль и обеспечение выполнения законодательства о рынке ценных бумаг и деятельности участников рынка ценных бумаг всеми государственными органами и хозяйствующими субъектами;

- защита прав и интересов юридических и физических лиц – инвесторов, осуществляющих операции с ценными бумагами.

Центр в соответствии с возложенными на него задачами:

- осуществляет надзор за полнотой раскрытия и доступности информации о ценных бумагах и об их эмитентах;

- принимает меры по защите прав и интересов инвесторов на участие в управлении предприятием (акционерным обществом), получении дивидендов;

- контролирует правильность проведения операций с ценными бумагами и осуществляет надзор за деятельностью участников рынка ценных бумаг,

соблюдением правил и квот допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению на рынке ценных бумаг Республики Узбекистан и принимает предусмотренные законодательством меры к нарушителям данных правил и квот;

Центр имеет право:

- устанавливать правила предоставления и публикации информации всеми эмитентами и участниками рынка ценных бумаг;

- проводить проверки бухгалтерской и иной документации эмитентов и участников рынка ценных бумаг на предмет достоверности опубликованной и представленной в виде отчетности информации о ценных бумагах и операциях с ними, а также при поступлении сведений о наличии или возможности нарушения законодательных и нормативных актов;

- в случае нарушения эмитентами, инвестиционными институтами и другими участниками рынка ценных бумаг законодательства Республики Узбекистан о ценных бумагах применять экономические санкции в соответствии с законодательством о рынке ценных бумаг

- вносить предписания, обязательные для рассмотрения и исполнения участниками рынка ценных бумаг, в необходимых случаях с одновременным приостановлением до принятия соответствующего решения в соответствии с законодательством операций по счетам участников рынка ценных бумаг в депозитарии, доверительных и управляющих компаниях, действий сделок по купле-продаже, передаче в доверительное управление, хранение, других сделок, связанных с обращением ценных бумаг, заключенных с нарушением законодательства

- в случаях неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства Республики Узбекистан о ценных бумагах принимать решение о приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление деятельности с ценными бумагами в качестве инвестиционных институтов и участников рынка ценных бумаг;

- передавать материалы по выявленным фактам нарушений

законодательства о ценных бумагах в правоохранительные органы в соответствии с действующим законодательством;

В соответствии с Положением "О порядке рассмотрения дел и применения санкций за нарушение законодательства Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг" утвержденное Приказом Генерального директора Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг, зарегистрированное Министерством Юстиции 13 марта 2002г. №2002-04 Центр и его территориальные отделы обеспечивают; своевременное, всестороннее, полное и объективное выяснение обстоятельств каждого дела, разрешение его в соответствии с законодательством; исполнение вынесенного решения; выявление причин нарушений законодательства и условий, им способствующих, осуществление мер по их предупреждению

В соответствии со ст.31 Закона Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" При нарушении законодательства о ценных бумагах уполномоченный государством орган вправе применять экономические санкции за:

– неопубликование или несвоевременное опубликование информации об эмитентах и ценных бумагах, отчетов, а также непредоставлении или несвоевременное предоставление органам государственного надзора отчетов или информации, - в размере 70-кратной суммы минимальной заработной платы;

– уклонение от исполнения или несвоевременное исполнение предписаний о прекращении нарушений - в размере 100-кратной суммы минимальной заработной платы;

– нарушение установленного порядка выпуска и обращения ценных бумаг эмитентами, совершения и регистрации сделок с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг - в размере 200-кратной суммы минимальной заработной платы;

– нарушение порядка учета и отчетности по инвесторам, операциям с ценными бумагами, расходам и доходам - в размере 600-кратной суммы

минимальной заработной платы;

– эмиссию не подкрепленных активами ценных бумаг, необоснованное установление, несоблюдение имущественных прав отдельных инвесторов и невыплату соответствующих доходов инвесторам - 700-кратной суммы минимальной заработной платы;

– введение в заблуждение инвесторов и органов надзора путем распространения (предоставления) заведомо недостоверных сведений, осуществление нелегальной практики продаж, манипулирования ценами на рынке ценных бумаг инвестиционными институтами - в размере 800-кратной суммы минимальной заработной платы.

Факт манипулирования ценами (искусственного завышения или занижения цен) на рынке ценных бумаг признается в судебном порядке.

Доходы участников рынка ценных бумаг от незаконных видов деятельности либо от деятельности без получения в установленном законодательством случаях специального разрешения (лицензии) подлежат изъятию в государственный бюджет с применением штрафа в сумме полученного от незаконной (нелицензированной) деятельности.

Права акционеров в США обеспечиваются нормами федерального законодательства, включая акты, принимаемые Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission – SEC), которая была создана в соответствии с Законом о фондовых биржах США (Securities and Exchange Act) 1934 года. Также Комиссия и инвесторы-акционеры в своей деятельности руководствуются Законом о ценных бумагах 1933г. (Securities Act of 1933). Решения, принимаемые данной Комиссией, являются квазиофициальными: их реализация осуществляется посредством судебных органов. Комиссия состоит из 11 функциональных управлений (divisions), среди которых наиболее важными в смысле обеспечения корпоративных прав инвесторов-акционеров являются такие, как Управление по надзору за законодательством и Управление корпоративных финансов.

В США заметное место в сфере обеспечения и защиты прав инвесторов-

акционеров на информацию принадлежит такой известной негосударственной организации, как Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (НАСД) (National Association of Securities Dealers) и ее родственным структурам. Данная организация действует в соответствии с Законом о ценных бумагах и фондовых биржах 1934г., и обеспечивает права инвесторов главным образом путем осуществления контроля за деятельностью своих членов – участников фондового рынка, прежде всего дилеров, обучения других его специалистов, их тестирования, а также проведения иных мероприятий, обеспечивающих поддержку инвесторов. Кроме того, согласно ст.15A(b)(6) данного Закона ассоциация должна иметь правила, способствующие предотвращению мошеннических действий и развитию принципов справедливости и равенства на рынке внебиржевых сделок. Помимо этого, среди саморегулируемых организаций США важную роль в регулировании фондового рынка и обеспечения раскрытия корпоративной информации играют фондовые биржи, например Американская фондовая биржа (American Stock Exchange (AMEX)), а также самая крупная и важная биржа США – Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE). Так, согласно ст.202.05 Руководства компаний, состоящих в листинге NYSE (NYSE Listed Company Manual), публичные корпорации должны раскрывать информацию о наиболее важных фактах их финансово-хозяйственной деятельности, могущих повлиять на котировки цен на акции данной корпорации.

Г л а в а VIII.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 8.1. Понятие раскрытия информации, необходимость раскрытия, виды и формы раскрытия информации

Современный этап развития рыночных отношений в Узбекистане характеризуется осознанностью стратегической значимости внедрения в отечественных акционерных обществах принципов и стандартов корпоративного управления. Это объясняется главным образом теми объективными результатами, которые имеют место при успешной практике имплементации института корпоративного управления в законодательство Республики Узбекистан.

Одним из важнейших системообразующих компонентов в этой области является свободное, равное, достоверное и адекватное раскрытие информации о деятельности акционерных обществ, т.е. обеспечение ее прозрачности. Защита прав инвесторов зависит от надлежащего уровня раскрытия информации о структуре и движении акционерного капитала. Если собственность концентрирована, и контроль над деятельностью общества принадлежит одному акционеру (группе акционеров), у инвесторов могут возникнуть препятствия к реализации своих прав¹.

В сфере финансовых услуг наступила эра серьезных перемен. Новые технологии, особенно сеть Интернет и широкополосный доступ, меняют практически все, что определяет эффективность деятельности современной корпорации, от котировки ценных бумаг и аналитических исследований до корпоративной отчетности. Доступность широкого спектра финансовой информации привлекла на фондовые рынки миллионы новых инвесторов. Однако с конца 2001г. наряду с позитивными тенденциями проявляется все более настоятельная, практически глобальная потребность в реформировании процедуры предоставления рынкам капитала корпоративной финансовой

¹ Pagano, Panunzi, Zingales Osservazioni sulla Riforma della Disciplina dell'OPA, degli Obblighi di Comunicazione del Possesso Azionario e dei Limiti agli Incroci Azionari // Rivista delle Società. – 1998. – №152. – P. 166.

информации, а также и самих основ корпоративной отчетности – бухгалтерского учета, аудита, корпоративного управления и регулирования.

Эффективность мировых рынков капитала зависит от доверия общества, а его невозможно получить без своевременного предоставления полной, релевантной и надежной информации. Современная практика корпоративного управления свидетельствует о необходимости для компаний, особенно тех, которые стремятся обеспечить широкое привлечение иностранных инвесторов максимально раскрывать информацию о своей деятельности, обеспечивая тем самым высокий уровень транспарентности¹ в целях успешной конкуренции на рынке². Качественная информационная политика является детерминантом корпоративной прозрачности и одним из неперенных условий эффективности деятельности компании.

Соответствующий режим раскрытия информации служит главной предпосылкой реализации акционерами своих прав, защиты их законных интересов и является одним из основных способов корпоративного контроля. Помимо этого, надлежащая информационная политика акционерных обществ выступает в качестве приоритетного фактора при выборе объекта капиталовложений, тем самым обеспечивая инвестиционную привлекательность компании. Для инвесторов и кредиторов должны быть понятны и приемлемы формы, в которых акционеры реализуют свою способность контролировать деятельность руководства акционерных обществ и участвовать в принятии важнейших решениях³.

Следует отметить, что на сегодняшний день в Республике Узбекистан не созданы эффективные правовые механизмы раскрытия информации, которые обеспечивали бы надлежащую информационную прозрачность деятельности

¹ Leuz C., Oberholzer-Gee F. Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency // The Wharton School University of Pennsylvania. – 2003. <http://www.ssrn.com>

² Bebchuk L., Hamdani A., Vigorous Race of Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters // Yale Law Journal – 2002. – №112. – P. 553 – 615.

³ EBRD, Sound Business Standards and Corporate Practices. <http://www.ebrd.com>

акционерных обществ¹.

Как отмечает Президент Республики Узбекистан И.А. Каримов, "Мы создали основы рыночной экономики. Но не будет преувеличением сказать, что рыночные преобразования и реформы во многом происходят формально. Меняется в основном форма, но мало что меняется по существу, слабо работают рыночные механизмы.... Произошло формальное изменение формы собственности, но из-за сопротивления на уровне отраслевых органов управления, руководителей и администрации самих предприятий, а порой неумения новых собственников отстаивать свои права – не меняются отношения и мотивация труда ... Нам не удалось внедрить подлинно корпоративные формы управления в акционерных обществах"². Сказанное наиболее полно отражает сложившуюся ситуацию в области корпоративного управления в целом и обеспечения прозрачности отечественных АО в частности.

Без раскрытия информации о финансовом положении предприятий и их инвестиционном потенциале не представляется возможным эффективное использование фондового рынка для вложения свободных средств в их модернизацию и развитие. Оперативные, объективные и достоверные сведения о компании позволяют инвесторам принимать взвешенные и обоснованные инвестиционные решения, осуществляя таким образом перераспределение свободных финансовых потоков в наиболее эффективные сектора экономики и наиболее конкурентоспособные предприятия.

В настоящее время, очевидно, что привлечение инвестиционных ресурсов является непременным условием достижения роста экономического потенциала страны.

В странах с развитой системой корпоративных отношений раскрытие

¹ Broadman H. Competition, Corporate Governance and Regulation in Central Asia: Uzbekistan's Structural Reform Challenges. – The World Bank Europe and Central Asia Regional Operations Poverty Reduction and Economic Management Department <http://www.wbrd.com>

² См.: Доклад Президента РУз И.А.Каримова "Либерализация экономики и углубление реформ – наша главная задача" на заседании Кабинета Министров РУз по итогам социально-экономического развития страны за 1999 г. и приоритетным направлениям либерализации и углубления экономических реформ в 2000г. // Народное слово от 11. 02. 2000 г.

информации достигается, в первую очередь, под воздействием законов рынка и в большей своей части приходится на информационное обеспечение деятельности корпорации на бирже.

На сегодняшний день, однако, подавляющее большинство акционерных обществ Узбекистана можно отнести к категории "информационно закрытых".

Современная информационная политика большинства акционерных обществ Узбекистана характеризуется отсутствием прозрачности, недостаточностью и малодоступностью информации. Информационная закрытость обусловлена как действиями руководства, не понимающего важности предоставления достоверной и полной информации, не имеющего стимулов к повышению уровня информационной открытости или сознательно нарушающего законодательные нормы, так и рядом объективных факторов, связанных с недостаточным правовым регулированием, а также отсутствием действенных механизмов раскрытия информации, в том числе и на фондовой бирже.

Современная практика корпоративного управления свидетельствует о необходимости компаний в большей степени раскрывать информацию о своей деятельности в целях успешной конкуренции на рынке. Роль адекватной, полной, своевременной и объективной корпоративной информации трудно переоценить. Надлежащий правовой режим регулирования информационной политики акционерного общества обеспечивает достижение ряда ключевых задач: широкое привлечение инвесторов, обеспечение прав и законных интересов акционеров в сфере корпоративного контроля, организация мониторинга состояния управления в корпорации, принятие наиболее верных стратегических решений.

Акционерное общество – это всегда управление чужими средствами, чужим капиталом. В связи с этим, нужен постоянный контроль за управляющими органами общества. В этой связи деятельность акционерных обществ должна быть максимально прозрачной. Акционерные компании работают хорошо там, где они добились доверия со стороны граждан,

акционеров¹, что отвечает интересам экономического развития государства в целом. Раскрытие информации и обеспечение надлежащей прозрачности деятельности акционерных обществ предполагает наличие соответствующих правовых механизмов, которые обеспечивают сбор, обобщение, проверку и донесение этой информации до инвесторов².

Цепочка корпоративной отчетности начинается с ответственных работников компании, которые готовят финансовую отчетность для инвесторов и других заинтересованных сторон. Финансовая отчетность утверждается независимым советом директоров, подтверждается независимой аудиторской фирмой, анализируется фондовыми аналитиками и распространяется поставщиками информации, включая специализированные агентства и средства массовой информации. После этого инвесторы и другие заинтересованные стороны принимают свои решения. Службы стандартизации и регулирующие органы определяют роль и ответственность большинства участников цепочки корпоративной отчетности. Все участники используют разного рода поддерживающие технологии³.

Один из признанных экспертов в области изучения корпоративных отношений, Дж. Чаркхэм выделяет два критерия, по которым можно судить об эффективности корпоративного управления: 1) подотчетность (accountability) всех действий управленческого аппарата и 2) динамизм системы⁴.

Достижение обоих составляющих возможно лишь при наличии высоких стандартов раскрытия информации на рынке.

Важнейшим правом акционера в сфере корпоративного контроля является право на получение полной и достоверной информации. Именно обеспечение равного доступа к информации о деятельности общества является залогом и предпосылкой осуществления возможности и права акционера на

¹ См.: Яковлев В. Ф. Акционерные общества – достоинства и недостатки // Журнал для акционеров. – 2000. – №11. – С. 7, 9. <http://www.lin.ru>

² См.: Bushman R., Piotroski J., Smith A. What Determines Corporate Transparency? // University of Chicago. – January 2003. <http://www.ssrn.com>

³ Samuel A. DiPiazza Jr., Robert G. Eccles – Op. cit. – P.23.

⁴ См.: Charkham J. Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. – Clarendon Press, 1995. – P. 354.

принятие продуманных принципиальных решений относительно своего участия в АО.

По мнению Ф. Агхиона и Дж. Тироля, неравенство в сфере доступа к наиболее полной и точной информации может привести к асимметрии в реальных правах участников акционерной деятельности на принятие корпоративных решений¹. Соккрытие фактов аффилированности, всевозможные переплетения денежных расчетов, усложненная структура акционерного капитала, делая корпоративную отчетность еще менее прозрачной, соответственно расширяют возможности извлечения отдельными лицами частных выгод. В связи с ограничением доступа к информации, характеризующей реальное состояние компании, существенно снижается уровень влияния акционеров на управление обществом, что зачастую приводит к злоупотреблениям со стороны крупных акционеров и управляющих компании.

Один из признанных теоретиков корпоративного права Ричарда Кларк подчеркивает, что без получения надлежащей информации осуществление иных прав акционерами может оказаться весьма затруднительным или просто невозможным². Информационная прозрачность и открытость рынка ценных бумаг выступает в качестве одной из основных гарантий обеспечения прав инвесторов. В рыночных условиях уровень развития законодательства, регулирующего вопросы обеспечения прав инвесторов-акционеров на информацию, является одним из основных факторов, влияющих на формирование благоприятного инвестиционного климата и укрепление экономического положения страны³.

Для формирования устойчивой, инвестиционно-привлекательной экономики необходимо стремиться к созданию эффективной системы регулирования рынка ценных бумаг, направленной на обеспечение адекватного

¹ См.: Aghion Ph., Tirole J. Real and Formal Authority in Organizations. // Journal of Political Economy. – 1996. – №105. – P. 1– 29.

² См.: Clark R.C. Corporate Law. – Boston: Aspen Law & Business, 1986. – P. 96.

³ См.: Кравченко Р. Охрана прав акционеров на информацию в процессе корпоративного управления // Хозяйство и право. – 2001. – №5. <http://www.lin.ru>

раскрытия информации, предотвращающей мошенничество и манипуляции в этой сфере и гарантирующей всем участникам рынка ценных бумаг равный доступ к реализации прав в этой области¹.

При этом раскрытие информации и обеспечение прозрачности деятельности акционерного общества не является самоцелью, а обуславливаются целым рядом конкретных задач, ибо надлежащая информационная политика предопределяет инвестиционную привлекательность, защиту от посягательств со стороны третьих лиц (в том числе и государства), позволяет обоснованно анализировать текущую деятельность акционерного общества и принимать экономически правильные решения относительно перспектив развития компании.

В свете сказанного основными принципами раскрытия информации об обществе являются:

- регулярность и оперативность предоставления информации;
- ее доступность для большинства акционеров и иных заинтересованных лиц;
- достоверность и полнота сведений;
- наличие разумного баланса между открытостью общества и соблюдением его интересов (ни в коем случае не должна раскрываться конфиденциальная информация, в частности коммерческая тайна, что может причинить вред интересам компании)².

В то же время уровень информационной открытости акционерного общества должен отвечать принципу разумного паритета между обеспечением прав и законных интересов акционеров и делового сообщества в части доступа к информации об обществе и нанесением ущерба его конкурентоспособности³. В этой области правоотношений должны действовать ясные стандарты в вопросе отнесения тех или иных сведений к служебной информации или коммерческой тайне, либо к информации, подлежащей свободному раскрытию

¹ См.: Clarc R. C. Op. cit. – P. – 32.

² См.: Молотников А. Раскрытие информации о деятельности акционерного общества // Директор info. – 2002. – №3 <http://www.lin.ru>

³ См.: Тимофеев А. Линия управления и контроля // Журнал для акционеров. – 2001. – № 8. – С. 6.

как в самом обществе, так и на рынке ценных бумаг.

Президент одной из крупнейшей аудиторской компании PricewaterhouseCoopers Сэмюэл А. Дипиаса-младший¹, в качестве ключевых факторов доверия общества к информационной политике корпораций выделяет:

– прозрачность. Корпорации должны добровольно предоставлять акционерам и другим заинтересованным сторонам информацию, необходимую для принятия решений. По разным причинам руководство и советы директоров не всегда раскрывают инвесторам всю информацию, которую те хотели бы иметь. Нередко это обусловлено ошибочной уверенностью в том, что «игра в доходы» – управление ожиданиями рынка в отношении доходов будущего периода и их «подстегивание» – будет увеличивать акционерную стоимость. Акционеры и другие заинтересованные стороны требуют сегодня гораздо более высокого уровня прозрачности. Некачественная информация обходится финансовым институтам очень дорого, поэтому у них есть вполне реальный интерес в утверждении атмосферы прозрачности на рынках в целом.

– ответственность. Недостаточно просто предоставить информацию. Необходимо еще чувство ответственности, которым должны обладать непосредственные участники цепочки корпоративной отчетности и те, кто определяет, как она будет работать. Это предполагает принятие определенных обязательств, что возможно лишь тогда, когда каждое звено системы раскрытия информации в полной мере воспринимает ответственность.

– честность. Но даже прозрачности и ответственности недостаточно, чтобы завоевать доверие общества. В конечном итоге, и то, и другое зависит от честности людей. Нормы, правила, законы, концепции, структуры, процессы, лучший опыт работы и новейшие технологии не могут обеспечить прозрачности и подотчетности без существования в корпоративной среде совершенно четких нравственных подходов к информационной открытости. По мнению авторитетной аналитической компании Standard & Poor's, акционерным

¹ Сэмюэл А. Дипиаса-младший, Роберт Дж. Эклз Будущее корпоративной отчетности. Как вернуть доверие общества? // М.: Альпина Паблишер, 2003. – С. 24.

обществам следует в достаточном объеме раскрывать прежде всего информацию о структуре собственности. Фактическая структура акционерного капитала должна быть прозрачной и не быть чрезмерно усложненной перекрестным владением, опосредованным контролем со стороны руководства компании¹.

Законодательство о ценных бумагах многих стран требует немедленного предоставления информации инвесторам. Данное требование весьма важно для эффективного функционирования фондового рынка², поскольку оперативность принятия решений в этой сфере экономических отношений выступает определяющим фактором достижения успеха.

Правовой режим раскрытия информации служит юридической базой и детерминантой корпоративной прозрачности. В этом вопросе большинство ученых в области рассматриваемых отношений склоняются к мнению, что система финансовой отчетности в большей степени эффективнее в странах с традициями общего права, предъявляющих более высокие требования к раскрытию информации и характеризующихся действенными механизмами саморегуляции³.

Влияние действенных норм в области раскрытия информации, по оценке многих экспертов, весьма велико⁴. Во-первых, законодательно можно потребовать обеспечения информацией всех потенциальных инвесторов. Во-вторых, закон может также установить требования предоставления более специальной информации о структуре капитала, заключении сделок, распоряжении активами компании и т.д. Тем самым законом косвенно могут быть установлены стандарты соблюдения законодательства при заключении контрактов посредством установления жестких требований к предоставлению

¹ <http://www.standardpoor.com>

² См.: Coffee G. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System // Virginia Law Review. – 1984. – №717.

³ См. подробнее: Ball R., Robin A., Wu J. Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asia Countries // Working paper. University of Chicago, 2004; Guenther D., Young, D. The Association Between Financial Accounting Measures and Real Economic Activity: A Multinational Study // Journal of Accounting and Economics. – 2000 – № 29. – P. 53 – 72.

⁴ См.: Grossman S., Hart O. Disclosure Laws and Takeover Bids // Journal of Finance. – 1980. – № 35. – P. 323 – 334; Francis, J., Khurana I., Pereira R. Investor Protection Laws, Accounting and Auditing around the World // Working Paper. University of Missouri – Columbia, 2001.

информации (mandatory disclosure)¹. В-третьих, законом предусматривается ответственность за непредоставление информации на рынке ценных бумаг как инструмент обеспечения реализации действующих норм².

Система раскрытия информации необходима для того, чтобы участники рынка были осведомлены о действиях друг друга и принимали решения, основываясь на своих оценках реальных ситуаций. Соответственно, создание эффективных механизмов раскрытия информации необходимо как для оживления внутреннего инвестиционного потенциала, так и для повышения привлекательности отечественного рынка ценных бумаг для иностранных капиталовложений.

Таким образом, суть принципа прозрачности рынка ценных бумаг характеризуется следующими составляющими:

– доступ к стандартизированной информации о финансовом состоянии, методах управления и работе эмитентов, ценные бумаги которых продаются на открытом рынке;

В большинстве случаев обязательное раскрытие информации о компании осуществляется путем требования публичного доступа к следующим документам и регулирования формы и метода использования этих документов: учредительные документы и другая регистрационная информация, проспект эмиссии или иные документы по эмиссии, заявки на листинг ценных бумаг на биржах или внебиржевых торговых рынках, обращения за доверенностями к акционерам в связи с годовыми собраниями акционеров, годовая и промежуточная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с рекомендуемыми стандартами бухгалтерской отчетности и проверенная независимыми аудиторами. В свою очередь большинство крупнейших компаний добровольно раскрывают акционерам дополнительную информацию в виде годового отчета и др.;

– положение, при котором информация о торговых сделках (котировки,

¹ См.: Mahoney P. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems // University of Chicago. – Law Review. – 1995. – №62. – P. 1047 – 1112.

² Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer What Works in Securities Laws? // Harvard University, Yale University. – 2002. – P.24.

цены и объемы) открывается широкой публике сразу после выставления котировки или по завершении торговой сделки. Во многих странах данное требование достигается посредством создания электронной системы раскрытия информации о сделках на фондовом рынке в режиме реального времени. К такого рода информации относятся: 1) точные сведения о размере и цене торговой сделки, твердые котировки в типичных размерах и открытые (неисполненные) приказы–распоряжения клиента с заранее обозначенными ограничениями, как по наилучшей цене покупки и продажи, так и за пределами таких котировок, т.е. так называемая прозрачность "до заключения торговой сделки" ("pre-trade" transparency); 2) цена и объем завершенных сделок на всех рынках, торгующих данной ценной бумагой¹.

Обязательное раскрытие стандартизированной информации обо всех компаниях, акции которых обращаются на рынке, позволяет:

- инвесторам принимать взвешенные решения, что способствует росту эффективности рынка и увеличению объемов инвестиций;
- снижать затраты на получение необходимой информации об эмитенте, что также способствует успешному функционированию рынка;
- осуществлять инвестиции тем отечественным и зарубежным инвесторам, у которых существуют строгие стандарты инвестирования, запрещающие инвестировать компании, если они не раскрывают информации о себе на регулярной основе;
- защищать инвесторов от мошенничества, препятствовать случаям использования конфиденциальной информации в целях незаконного извлечения личной прибыли и разрешает проблему конфликта интересов, обеспечивая внешний контроль за действиями руководства предприятия;
- стимулировать конкуренцию между компаниями, раскрывая информацию об их деятельности и оценивая ее, результаты, и, способствуя тем самым укреплению эффективности рынка;

¹ Bernard S. Black The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets // UCLA Law Review. – 2001. – №781. – P. 841– 843.

– повысить добросовестность и ответственность менеджеров предприятий¹.

Вместе с тем западная практика показала, что строгое требование к обязательному раскрытию информации может таить в себе и опасности для рынка. Принудительное раскрытие информации резко ограничивает право на частную жизнь, на коммерческую тайну. К примеру, на рынке ценных бумаг раскрытая информация часто используется не для анализа ее инвесторами, а для анализа конкурентами. В силу этого при введении соответствующих норм регулирования важно создать разумный баланс между коммерческой тайной и необходимым объемом раскрываемой информации.

Как показывает обзор трудов зарубежных авторов, раскрытие информации имеет ключевое значение в обеспечении эффективности рынка и в западной юридической литературе она главным образом рассматривается сквозь призму предоставления адекватных сведений инвесторам².

Исследования в этой области известного ученого Меррита Фокса также подтверждают сложившийся в этой области научный подход³. Говоря об особенностях американской системы раскрытия информации и ее строгих требованиях, он подчеркивает, что такие меры теории корпоративного права⁴ зачастую оправдываются необходимостью защиты инвесторов от принятия неверных решений и вместе с тем мало внимания уделяется влиянию этих мер на корпоративное управление. Тогда как необходимое раскрытие информации может значительно повысить уровень корпоративного управления; уровень его эффективности, и на самом деле именно этим и должно оправдываться возложение на компании столь строгих требований по раскрытию информации⁵.

¹ См: Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М.: Институт экономики переходного периода, 1999. – С. 29.

² См.: Paul M. Healy, Krishna G. Palepu A Review of the Empirical Disclosure Literature. – Harvard University, 2000. – Р. 1.

³ См: Merritt B. Fox. Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment // Va. L. Rev. – 1999. – №85. – Р.98–124

⁴ Одним из исключений является Льюис Ловенштейн. См. подробнее: Lowenstein L. Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure // Columbia Law Review. – 1996. – № 1335.

⁵ См.: Merrit B. Fox. Required Disclosure and Corporate Governance. – Law & Contemp. Probs, 1999. – Р.2.

Влияние режима раскрытия информации на систему корпоративного управления носит косвенный характер. Обязательное раскрытие информации обеспечивает наличие 4 ключевых механизмов регулирования корпоративных отношений: рынок корпоративного контроля, схемы вознаграждения менеджеров, структуру капитала и мониторинг за распределением средств. Посредством этих зон влияния требования о раскрытии информации улучшают отбор наиболее инвестиционно привлекательных проектов и повышают экономическую эффективность функционирования рынка¹. На финансовых рынках, характеризующихся высокой степенью информационной прозрачности, рыночная цена акции должна совпадать с той оценкой последующего потока денежных доходов, которая наиболее точно учитывает всю имеющуюся информацию. Чем полнее реализуется информационный элемент цены, тем более благоприятны условия для рыночного перераспределения собственности в пользу эффективного владельца².

Акционеры компании вправе также рассчитывать на доступ к наиболее полной информации о ее деятельности. В этой связи они наделяются правом не только на получение сообщения о проведении общих собраний акционеров, но и на личное ознакомление с документами акционерного общества.

Многие экономические модели объясняют необходимость регуляции обязательного раскрытия информации несовершенством рынка и механизмов экономического принуждения. Лефтович Р., Бивер У., Уатс Р. и Зиммерман Дж. рассматривают отчетность в качестве общественно полезной, так как потенциальные инвесторы имеют возможность изучать наиболее перспективные сегменты рынка и вкладывать в них свой капитал³. В то же время определенная часть средств непосредственных акционеров общества идет на предоставление соответствующей информации.

¹ См.: Merritt B. Fox Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence // An Economic Analysis. VA. Law Review. – 1984. – № 1005. – P. – 1017 – 1025; Marcel Kahan/ Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices // Duke L.J. – 1992. – №42. – P. 977, 985, 1006.

² Merritt B. Fox. – Op. cit. – P.1037.

³ См.: Leftwich R. Market Failure Fallacies and Accounting Information // Journal of Accounting & Economics. –№ 2. – P. 193 – 211; Watts R. Zimmerman J. Positive Accounting Theory // Prentice–Hall, Englewood Cliffs. –NJ, 1986; Beaver W. Financial Reporting: an Accounting Revolution, Third Edition, Prentice–Hall, Englewood Cliffs. – NJ, 1998.

Слабость рынка ценных бумаг напрямую связана с вопросами разработанности в корпоративном законодательстве норм, регулирующих раскрытие информации и обеспечение прозрачности деятельности акционерных обществ, а также реальных механизмов ее реализации.

Таким образом, различие в научных подходах к природе и значению раскрытия информации основываются на критериях определения конечного "выгодоприобретателя" – фондового рынка или системы корпоративного управления. Представляется, что обе концепции заслуживают внимания и, в конечном счете, высокий уровень раскрытия информации приводит к достижению обоих результатов, которые находятся в органической взаимосвязи. Наличие же таких полюсов в науке обусловлено высокой степенью влияния механизмов рынка на происходящие процессы.

Применительно к вопросу о значении раскрытия информации в Республике Узбекистан следует отметить, что законодательство и правоприменительная практика в этой области в большей степени направлена на обеспечение контроля со стороны государственных органов, нежели институтов рынка ценных бумаг.

Раскрытие информации может осуществляться различными способами и в разных условиях в зависимости от тех или иных критериев¹. Классификацию механизмов и форм раскрытия информации можно поэтому провести по различным основаниям.

Так, по принципу дискреции все раскрываемые данные о деятельности акционерного общества могут быть разделены на две группы:

– сведения, подлежащие предоставлению в обязательном порядке (mandatory /obligatory disclosure) – к этой категории относятся строго установленные законодательством источники²;

– информация, раскрываемая по желанию общества (voluntary disclosure).

Это имеет место, в первую очередь, при раскрытии информации теми

¹ См.: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. What Works in Securities Laws? // Harvard University, Yale University, 2001. – P.31.

² Frank H. Easterbrook, Daniel A. Fischel. Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. // VA. Law. Review. – 1984. – №70.– P. 669, 675.

компаниями, чьи акции котируются на бирже и преследуют своей целью еще большее информационное обеспечение инвесторов о деятельности данного акционерного общества¹.

Существует также деление раскрытия информации на:

- внешнее (публичное), т. е. предоставляемое по отношению ко всем участникам рынка, а это, прежде всего информация, размещаемая на бирже.
- внутреннее, предназначенное исключительно для акционеров этого АО².

В большинстве стран ОЭСР о компаниях, акции которых находятся в свободном обращении, и о не котирующихся на бирже крупных предприятиях собирается обширная информация, как в обязательном, так и в добровольном порядке, а впоследствии она распространяется среди широкого круга пользователей. Публичное раскрытие информации обычно требуется, как минимум, раз в год, хотя в некоторых странах такую информацию необходимо представлять раз в полгода, раз в квартал или даже еще чаще, в случае существенных изменений, произошедших в данной компании. Не довольствуясь рамками минимальных требований к раскрытию информации, компании часто добровольно представляют информацию о себе в ответ на требования рынка³.

Установление стандартов раскрытия информации, контроль за их исполнением, создание механизмов, препятствующих торговле с использованием инсайдерской информации, являются важнейшими задачами общей проблемы повышения качества корпоративного управления компаний-эмитентов. Именно этими задачами могут и должны заниматься фондовые площадки.

Роль бирж в раскрытии информации эмитентами обуславливается рядом факторов:

¹ Steven F. Cahan, Hector Perera, Asheq R. Rahman Global Diversification and Voluntary Corporate Disclosure // Massey University, Nanyang Technological University. <http://www.ssrn.com>

² William K.S. Wang, Selective Disclosure by Issuers, its Legality and ex ante Harm // The Company Lawyer. – 2004. – Vol. 24.– № 5. – P. 147.

³ The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999, with amendments 22.04.2004. <http://www.oecd.org>

– во-первых, одной из основных целей деятельности биржи, как организатора торгов на рынке ценных бумаг, является предоставление покупателям качественного биржевого товара. Высокое качество торгуемых активов, на наш взгляд, возможно только при соответствующем уровне открытости компаний-эмитентов, и при отсутствии инсайдерской торговли активами компаний.

– во-вторых, биржи обладают возможностью влиять на компании-эмитенты. Для этого биржи имеют встроенные, присущие только им механизмы установления и контроля стандартов раскрытия информации и пресечения инсайдерской торговли¹.

При этом каналы распространения информации должны обеспечивать равноправный, своевременный и не связанный с чрезмерными расходами доступ пользователей к необходимой информации. Каналы эти могут быть столь же важны, как и содержание самой информации. Хотя раскрытие информации зачастую предусмотрено законодательством, хранение данных и доступ к информации могут оказаться сложными и дорогостоящими. Но в ряде случаев сбор, предоставление и хранение обязательной к раскрытию в силу закона информации значительно упрощается с внедрением электронных баз данных². Интернет и другие информационные технологии также создают возможности для совершенствования средств оперативного распространения информации³.

Специалисты в сфере финансовой отчетности, в частности, выделяют трехуровневую модель обеспечения прозрачности компаний, которая, по их мнению, является одним из вариантов нового видения будущей корпоративной отчетности⁴. Так раскрытие финансовой информации предполагает наличие трех уровней:

– всемирная система общепринятых принципов бухгалтерского учета

¹ Лауфер М. Роль бирж в установлении стандартов корпоративного управления // OECD Working Paper. Доклад на заседании круглого стола по вопросам корпоративного управления в России. – М. 15 –16.11.2000.

² См.: Ciocilteu A., Levine A. The Latest Frontier: Issuing Securities and Disclosure of Public Company Documents over the Internet . 2001 – P. 6.

³ См.: Hallwood T. How can the Web be used to Increase Corporate Transparency? – 2001. – P.5. <http://www.ssrn.com>

⁴ Samuel A. DiPiazza Jr., Robert G. Eccles. Op. cit. – P.38.

(Всемирные стандарты финансовой отчетности – Global GAAP)¹.

– отраслевые стандарты оценки деятельности и отчетности, разрабатываемые и применяемые в конкретных отраслях экономики².

– требования к специфической для каждой компании информации о стратегии, планах, подходе к управлению риском, политике в области выплаты вознаграждения, корпоративном управлении, критериях оценки деятельности и т.п.³

Трехуровневая модель требует от компаний не простой поставки информации на изолированных друг от друга уровнях.

В ряде стран раскрытие информации построено по принципу разделения ее на первичную (*ex ante disclosure*) и вторичную (*ex post*)⁴. Предоставление первичной информации ориентировано на акционеров компании и имеет место, как правило, при первичном распространении ценных бумаг общества, тогда как вторичная информация размещается на фондовом рынке и содержит сведения, рассчитанные на потенциальных инвесторов. Формой раскрытия такого рода информации являются сведения о ценных бумагах, размещенных на фондовой бирже, либо при вторичной эмиссии⁵.

Наиболее важными моментами, подлежащими раскрытию, являются:

¹ Результаты анализа ситуации в отраслях, проведенного фирмой PricewaterhouseCoopers, показывают, что лишь около 20% инвесторов, аналитиков и руководителей компаний считают финансовую отчетность, подготовленную в соответствии с национальными стандартами очень полезной для получения представления о реальной стоимости компании. При этом только 60% говорят о ней как о довольно полезной. Nanette Byrnes, David Henry, Mike McNamee, Confused about Earnings? You're not alone. Here's what Companies should do – and what Investors need to Know // Business Week. – 2001. November 26.

² О растущем интересе к отраслевой отчетности свидетельствуют опубликованные в 2001г. результаты крупномасштабного исследования, проведенного Советом по стандартам финансового учета (FASB) США с тем, чтобы определить, какие виды коммерческой информации компании восьми отраслей раскрывают в дополнение к финансовой отчетности. Работа под названием «Повышение качества отчетности: добровольно раскрываемая информация» должна была предоставить доказательства того, что «многие ведущие компании добровольно раскрывают разнообразную информацию о своей деятельности». Многие ведущие компании добровольно раскрывают обширную информацию о своей коммерческой деятельности, которая может быть полезной инвесторам. Быстрое изменение экономической обстановки приведет к повышению значения добровольного раскрытия информации в будущем. Раскрываться должны не только достижения, но и неудачи. Ценность раскрываемой информации будет наибольшей, если она позволит судить о ранее объявленных планах и результатах их реализации. Компаниям рекомендовано продолжать работу по совершенствованию отчетности, а также вести поиск новых видов полезной информации и методов ее представления. Business Reporting Research Project: Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures // Steering Committee Report Series. Federal Accounting Standards Board. – 2001.

³ Samuel A. DiPiazza Jr., Robert G. Eccles. Op. cit. – P.54.

⁴ Paul M. Healy, Krishna G. Palepu. – Op. cit. – P.17

⁵ См.: Baums T. Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany // ECGI Law Working Paper № 04/2002. – October 2002. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=345020

- бухгалтерская отчетность;
- информация о крупных сделках и иных соглашениях компании;
- информация о размере вознаграждения, выплачиваемого руководству компании;
- структура собственности и аффилированные лица;
- информация о деятельности компании и прогнозы ее развития (впрочем, последний аспект – прогнозы, – хотя и является важным, но труднопроверяемым и, следовательно, не всегда достоверным).

Следует отметить, что в зарубежной практике не конкретизируется понятие существенности информации – компания должна оценивать это самостоятельно, а в спорных случаях консультироваться с биржей или регулятором. В свою очередь, биржа или регулятивный орган может контролировать движение цен и сопоставлять их с объемом раскрытой информации, определяя возможность сокрытия компанией важных фактов¹. При этом анализ раскрытия ведется также на основе исследования информации, публикуемой в СМИ, или мнений, циркулирующих среди профессиональных участников рынка.

Можно выделить три класса случаев, когда появляется раскрываемая (т.е. обязательная к раскрытию) информация:

- получения права работы на рынке (получение лицензии, регистрация эмиссии и др.);
- подготовка периодической отчетности;
- важные события (крупные сделки, смена руководителей, корпоративные события – собрания акционеров, выплата дивидендов и др.)²;

Следует отметить, что не существует единого подхода к критериям определения существенной информации, обязательной к раскрытию. В одних странах спектр раскрываемой информации широк, а других – требования к раскрытию информации содержат лишь краткий перечень. Тем не менее, на

¹ См.: Black S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets // 48 UCLA Law Review – 2001. – № 1. – P. 1788.

² The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999, with amendments 22.04.2004.

базе Принципов корпоративного управления ОЭСР можно выделить ряд существенных фактов, сведения о которых должны раскрываться компанией, т.е. минимальные стандарты, обеспечивающие прозрачность акционерного общества. К таковым, в частности, относятся:

– результаты финансовой и операционной деятельности компании, представляющие собой финансовые отчеты, показывающие финансовые результаты деятельности и финансовое положение компании (как правило, к ним относятся баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и примечания к финансовым отчетам). Задачи финансовых отчетов состоят в том, чтобы обеспечить надлежащий контроль и основу для оценки ценных бумаг. Протоколы обсуждений и анализ операций администрацией, как правило, также включается в годовые отчеты. Протоколы обсуждений являются наиболее полезными, если они читаются вместе с сопровождающими их финансовыми отчетами. Инвесторы особенно заинтересованы в информации, которая может пролить свет на реальное состояние и перспективы деятельности предприятия. Важно, чтобы раскрывалась информация о сделках, относящихся ко всей группе компаний. Неудачи в управлении часто могут быть связаны с отсутствием раскрытия «всей картины», в частности в случаях, когда забалансовые статьи используются для предоставления гарантий или аналогичных взаимных обязательств связанными между собой компаниями;

– задачи компании. Данная форма во многом ориентирована на потенциальных инвесторов акционерного общества¹. Однако приветствуется, если, помимо информации о своих коммерческих задачах компании, сообщают также сведения о своей политике в области деловой этики, окружающей среды и других обязательствах в сфере публичной политики. Такая информация может быть полезной для инвесторов и других пользователей информации для того, чтобы наилучшим образом оценить взаимоотношения между компаниями

¹ Perottiy E., Ernst-Ludwig von Thadden. Dominant Investors and Strategic Transparency – 1998. – P.7 <http://www.ssrn.com>

и сообществом, в котором они функционируют, а также шаги, которые компании предприняли для достижения своих целей, т.е. для получения наиболее полной картины о функционировании компании¹.

– собственность на крупные пакеты акций и распределение прав голоса. Одно из основополагающих прав инвесторов – право на получение информации о структуре собственности в предприятии и о соотношении их прав с правами других собственников. Часто различные страны требуют раскрытия данных о собственности после достижения ею определенного уровня. К таким данным может относиться информация о крупных акционерах и других лицах, которые контролируют или могут контролировать компанию², включая информацию о специальных правах голоса, соглашениях между акционерами, владении контрольными или крупными пакетами акций, значительных перекрестных владениях акциями и взаимных гарантиях. Также ожидается, что компании будут предоставлять информацию о сделках между связанными сторонами;

– список членов правления и главных должностных лиц, а также получаемое ими вознаграждение. Инвесторам требуется информация о менеджменте компании: индивидуальных членах правления и главных должностных лицах, чтобы они могли оценить их опыт и квалификацию, а также возможность возникновения конфликтов интересов, которые могут повлиять на выполнение ими своих функций и взаимодействие. Обоснованно, что компании должны представлять достаточную информацию о вознаграждении, выплачиваемом членам правления и главным должностным лицам, чтобы инвесторы могли надлежащим образом оценить затраты и преимущества политики вознаграждения и влияние схем повышения материальной заинтересованности, таких как возможность приобретения акций, на результативность. Данный принцип является одним из приоритетных в

¹ В данном случае речь идет о развивающемся институте социального раскрытия информации, проявляющемся в необходимости предоставления сведений нефинансового характера (например, соблюдение природоохранного законодательства, проведение общественных мероприятий, программ и т.п.)

² В зарубежной доктрине эта категория участников корпоративных отношений получила название «инсайдеры» (с англ. insider – внутренний, т.е. тот, кто внутри). // Электронный словарь Lingvo 7.0.

разрешении агентской проблемы¹.

– прогнозируемые существенные факторы риска. Пользователи финансовой информации и участники рынка нуждаются в информации о существенных рисках, которые в разумных пределах поддаются прогнозированию. К примеру, это могут быть: риски, связанные с конкретной отраслью экономики либо географическим районом; зависимостью от определенных видов сырья; риски на финансовом рынке, в том числе, связанные с процентными ставками или обменным курсом валют; риски, связанные с производными финансовыми инструментами и забалансовыми сделками, и т.д.²

Полезно также сообщать информацию о том, используют ли компании системы мониторинга рисков;

– существенные вопросы, связанные с наемными работниками и другими заинтересованными лицами, вовлеченными в орбиту корпоративных отношений. Поощряется представление компаниями информации по ключевым вопросам, касающимся наемных работников и других заинтересованных лиц, которые могут оказать существенное воздействие на результаты деятельности компании. Может быть представлена информация и по таким вопросам, как отношения администрации с наемными работниками и с другими заинтересованными лицами (поставщики, местные власти).

В ряде стран требуется представление подробной информации по кадровым вопросам. Кадровая политика, в том числе программы повышения квалификации или планы наделения акциями наемных работников компании, могут быть источником важной информации для участников рынка о конкурентных преимуществах той или иной компании.

– структура и политика управления. Поощряется представление компаниями информации о том, как они на практике применяют соответствующие принципы корпоративного управления. Раскрытие такой

¹ См.: Bebchuk L.A., Fried J.M. Executive Compensation as an Agency Problem // Journal of Economic Perspectives.– 2003. – Vol. 17, № 3.– P. 78.

² The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999, with amendments 22.04.2004.

информации в частности о распределении полномочий между акционерами, администрацией и членами правления весьма важно для оценки управления компанией.

Таким образом, можно сделать вывод, что конкретные виды и формы раскрытия информации должны определяться, в первую очередь, по принципу достаточности, применительно к реальной ситуации и требованиям законов данной страны.

§ 8.2. Законодательные требования к раскрытию информации на рынке ценных бумаг

Право на информацию в законодательстве Республики Узбекистан является одним из основополагающих конституционных прав гражданина¹. Данное правомочие находит свое отражение в Законе РУз «О гарантиях и свободах доступа к информации»², который регулирует отношения в сфере реализации конституционного права каждого свободно и беспрепятственно искать, получать, исследовать, передавать и распространять информацию.

Правовое регулирование раскрытия информации в аспекте рассматриваемых правоотношений осуществляется нормами Законов РУз «Об акционерных обществах»³, «О механизме функционирования рынка ценных бумаг»⁴, «О ценных бумагах и фондовой бирже»⁵, «О бухгалтерском учете»⁶, Положения Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг (далее – ЦККФЦБ РУз) «О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг»⁷, Положения ЦККФЦБ РУз «Об аффилированных лицах, о порядке ведения их учета и раскрытия информации в акционерных

¹ Ст.29 Конституции РУз от 09.12.1992г с изменениями от 24.04.2003 г. №470–II.

² От 24.04.1997.

³ От 26.04.1996г. №223 - I.

⁴ От 25.04.1996г. №218 - I.

⁵ От 02.09.1993г. № 918 - XII.

⁶ От 30.08.1996г. №279 - I.

⁷ Утверждено Приказом генерального директора ЦККФЦБ при ГКИ от 27.03.2002 г. № 2002–06, зарегистрировано МЮ 18.04.2002г. № 1127.

обществах»¹.

Современная информационная политика большинства акционерных обществ Узбекистана характеризуется отсутствием прозрачности, недостаточностью и малодоступностью информации. Годовые отчеты о деятельности акционерных обществ содержат минимум информации и не соответствуют международным стандартам бухгалтерской отчетности, что не позволяет акционеру правильно оценить эффективность работы акционерного общества и возглавляющих его директорского корпуса. Мониторинг и анализ информации о нарушениях на рынке ценных бумаг показывает, что значительное место в общей массе нарушений составляют нарушения законодательства связанные с раскрытием участниками рынка ценных бумаг информации.

Система раскрытия информации в законодательстве Республики Узбекистан построена по субъектному принципу. Так, участниками рынка ценных бумаг, которые обязаны раскрывать свою информацию, являются:

- эмитенты ценных бумаг;
- инвестиционные институты;
- организаторы торгов ценными бумагами;
- владельцы 35 и более процентов любого вида ценных бумаг эмитента;
- уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг².

Раскрытие информации осуществляется посредством:

- предоставления соответствующей информации инвесторам;
- опубликования;
- предоставления информации уполномоченному государственному органу по регулированию рынка ценных бумаг.

Акционеры могут осуществлять свои права по продаже их акций, право

¹ Утверждено Постановлением от 20.11.2002 г. ЦККФРЦБ № 2002–14, МФ № 131 и Госкомдемонополизации № 7, зарегистрированным МЮ 29.01.2003 г. № 1212.

² См. п.1.2 Положения ЦККФЦБ РУз «О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг» утвержденного Приказом генерального директора ЦККФЦБ при ГКИ от 27.03.2002 г. № 2002–06, зарегистрированным МЮ 18.04.2002 г. № 1127. // ИПС Норма.

голосования и обратиться в суд за защитой их интересов, если у них отсутствует необходимая информация о деятельности корпорации. Поэтому право на информацию является одним из фундаментальных прав акционеров, ибо они не смогут полностью осуществить свои имущественные права в отношении акционерного общества.

В целом под раскрытием информации понимается предоставление определенному кругу лиц такой информации о деятельности или правовом положении раскрывающего информацию, непредоставление которой нанесло бы ущерб правам и законным интересам других лиц.

Эмитенты¹ осуществляют раскрытие информации о своей финансово-хозяйственной деятельности и ценных бумагах путем:

Эмитент обязан осуществлять раскрытие информации о своих ценных бумагах и финансово-хозяйственной деятельности в следующих формах:

- составление годового отчета о финансово-хозяйственной деятельности;
- сообщения о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых предприятий и организаций;
- сведения о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов, о фактах, повлекших разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков эмитента более чем на 10 %, о фактах разовых сделок эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет более чем 10 процентов от активов эмитента по состоянию на дату сделки;
- сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг, о начисленных и (или) выплаченных доходах по ценным бумагам эмитента;
- сведения о появлении в реестр эмитента лица, владеющего более чем 35 % его ценных бумаг любого отдельного вида;
- сведения о датах закрытия реестра, о сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами ценных бумаг, о решениях общих собраний;

¹ Под эмитентами понимаются лица, выпускающие для продажи ценные бумаги в целях привлечения инвестиций. К ним же относятся акционерные общества, которые в основном выпускают акции, будь они привилегированные или простые, а также облигации и иные ценные бумаги.

– сведения о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске ценных бумаг¹.

Как видно, акционерное общество обязано раскрывать информацию о своей деятельности перед государством и акционерами. При этом главной целью раскрытия является защита интересов акционеров. Цель раскрытия информации перед государством объясняется тем, что в данном случае государство выступает в качестве защитника интересов акционеров, в первую очередь в лице его уполномоченного органа – Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Исходя из этого, формами раскрытия информации со стороны акционерных обществ является представление соответствующей информации акционерам и другим заинтересованным лицам, опубликование соответствующей информации, представление годовой отчетности уполномоченному государством органу.

Общество обязано вести бухгалтерский учет и предоставлять финансовую отчетность² в порядке, установленном законодательством³. Ответственность за организацию, состояние и достоверность бухгалтерского учета в обществе, своевременное представление ежегодного отчета и другой финансовой отчетности в соответствующие органы, а также сведений о деятельности общества, предоставляемых акционерам, кредиторам и в средства массовой информации, несет исполнительный орган в соответствии с законодательством⁴.

Ведение бухгалтерского учета обеспечивает формирование полной и достоверной информации о хозяйственной деятельности общества и его имущественном положении, необходимой для: оперативного руководства и управления обществом; контроля за соблюдением законодательства при осуществлении хозяйственных операций и их целесообразностью, наличием и

¹ Ст. 26 Закона РУз «О механизме функционирования рынка ценных бумаг» носит исчерпывающий характер.

² Бухгалтерский учет представляет собой упорядоченную систему сбора, регистрации и обобщения информации – в денежном выражении – об имуществе, обязательствах предприятий и их движении путем сплошного непрерывного документального учета всех хозяйственных операций. Объектами бухгалтерского учета являются имущество предприятий, их обязательства и хозяйственные операции, осуществляемые в процессе их деятельности. Ст. ст. 2,4 Закона РУз «О бухгалтерском учете».

³ Ч. 1 ст. 105 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

⁴ Ч. 2 ст. 105 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

движением имущества и обязательств, использованием материальных, трудовых и финансовых ресурсов в соответствии с утвержденными нормами, нормативами и сметами; предотвращения отрицательных результатов хозяйственной деятельности общества и выявления внутрихозяйственных резервов обеспечения его финансовой устойчивости.

Бухгалтерская отчетность общества (в составе бухгалтерского баланса и счета прибылей и убытков) сопровождается годовым отчетом исполнительного органа общества. Годовой отчет представляет собой обобщающий документ, характеризующий деятельность исполнительного органа общества отчетный период и основные факторы, влияющие на финансовые хозяйственные результаты деятельности общества. В годовом отчете АО содержатся:

- информация о результатах его хозяйственной деятельности за предыдущий год (счет прибылей и убытков);
- удостоверенные аудитором сведения о финансовом состоянии, а также бухгалтерский баланс за предыдущий год и отчет аудитора;
- основные сведения о дополнительно выпущенных ценных бумагах;
- обоснование изменений в персональном составе должностных лиц¹.

Важную роль играет система контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества, которая призвана снизить вероятность возникновения убытков, ограничить финансовые и операционные риски, а также возможные злоупотребления со стороны должностных лиц, защитить капиталовложения акционеров и активы общества. Система контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества в основном состоит из аудитора и ревизионной комиссии общества.

Так достоверность данных, содержащихся в годовом отчете общества общему собранию акционеров, бухгалтерском балансе, счете прибылей и убытков, должна быть подтверждена ревизионной комиссией общества².

А перед опубликованием указанных документов общество обязано

¹ П. 2.11 Положения ЦККФРЦБ «О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг».

² Ч.3 ст.105 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

привлечь для ежегодной проверки и подтверждения годовой финансовой отчетности аудитора, не связанного имущественными интересами с обществом или его акционерами¹.

Аудиторское заключение содержит мнение аудитора о том, дает ли финансовая отчетность правдивое и достоверное отражение (или представлена достоверно по всем существенным аспектам) в соответствии с концептуальной основой представления финансовой отчетности, а также, где уместно, о том, соответствует ли финансовая отчетность законодательным требованиям². Аудитором может быть гражданин или аудиторская организация. Он осуществляет проверку финансово-хозяйственной деятельности общества в соответствии с заключенным с ним договором.

В полномочия ревизионной комиссии входит осуществление контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества. Проверка (ревизия) финансово-хозяйственной деятельности общества осуществляется по итогам деятельности за год или иной период по инициативе ревизионной комиссии, решению общего собрания акционеров, наблюдательного совета или по требованию акционера (акционеров), владеющего в совокупности не менее чем десятью процентами голосующих акций общества³.

По требованию ревизионной комиссии общества лица, занимающие должности в органах управления общества, обязаны представить ей документы о финансово-хозяйственной деятельности.

В течении деятельности акционерного общества, в функции такой ревизионной комиссии входит:

- контроль за соответствием совершенных финансово-хозяйственных операций финансово-хозяйственному плану;
- контроль соблюдения установленных в обществе процедур принятия решения по тем или иным финансово-хозяйственным операциям;
- учет выявленных нарушений;

¹ Ч.4 ст.105 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

² Dopuch, N.R., Holthausen R. Leftwich Predicting Audit Qualifications with Financial and Market Variables // The Accounting Review. – 1987. – № 62. – P. 431.

³ Ст.110 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

– предварительная оценка целесообразности проведения нестандартных операций, не предусмотренных финансово–хозяйственным планом.

Годовой отчет общества подлежит предварительному утверждению наблюдательным советом не позднее, чем за 30 дней до даты проведения годового общего собрания акционеров.

Общество обязано хранить ряд документов, которые обычно хранят в себе информацию о деятельности общества. Они в любой момент могут понадобиться по разным причинам. При этом, конечно, основной целью хранения данных документов является предотвращение противоправной деятельности общества, которая может быть направлена против прав и интересов как акционеров, так как и государства¹. К этим документам относятся:

– устав общества, изменения и дополнения, внесенные в устав, зарегистрированные в установленном порядке, решение о создании общества, свидетельства о государственной регистрации общества;

– документы, подтверждающие права общества на имущество, находящееся на его балансе;

– документы, утверждаемые общим собранием акционеров и иными органами управления общества; –положение о филиале или представительстве общества;

– годовой финансовый отчет;

– проспект эмиссии акций;

– документы бухгалтерского учета;

– документы финансовой отчетности, представляемые в соответствующие органы;

– протоколы общих собраний акционеров, заседаний наблюдательного совета, ревизионной комиссии и коллегиального исполнительного органа (правления, дирекции);

¹ Например, уклонение от уплаты налогов, что направлено против интересов государства, или, сокрытие важной информации обществом от акционеров, например, такой как, совершение крупной сделки, для совершения которой требуется согласие акционеров общества, и др.

- списки аффилированных лиц общества с указанием количества и видов, принадлежащих им акций;
- заключения ревизионной комиссии, аудитора, государственных органов финансового контроля;
- иные документы, предусмотренные уставом общества, решениями органов управления общества, а также документы, предусмотренные законодательством¹.

Общество обязано обеспечить акционерам доступ к вышеуказанным документам, за исключением документов бухгалтерского учета и протоколов заседаний коллегиального исполнительного органа общества². По требованию акционеров, общество обязано предоставить им за плату копии вышеуказанных документов. При этом размер платы устанавливается обществом и не может превышать стоимости расходов на изготовление копий документов и оплаты расходов, связанных с направлением документов по почте.

Непредоставление документов бухгалтерского учета и протоколов заседаний коллегиального исполнительного органа общества связано с тем, что данные документы представляют информацию о текущей хозяйственной деятельности общества, и часто частью этой информации является коммерческая, или, служебная, тайна предпринимательской деятельности общества. При этом сама природа существования коммерческой тайны не позволяет предоставление этих документов.

Что же представляет собой коммерческая тайна? В Законе РУз «О механизме функционирования рынка ценных бумаг» указывается, что служебной информацией признается любая не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им ценных бумагах, которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка

¹ Ст. 106 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

² Ст. 107 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

ценных бумаг.

В ГК говорится, что гражданским законодательством защищается информация, составляющая служебную и коммерческую тайну, в случае, когда информация имеет действительную или потенциальную коммерческую ценность в силу неизвестности ее третьим лицам, к ней нет свободного доступа на законном основании и обладатель информации принимает меры к охране ее конфиденциальности¹. В ст. же 1095 (Право на защиту нераскрытой информации) ГК указывается, что лицо, правомерно обладающее технической, организационной или коммерческой информацией, в том числе секретами производства (ноу-хау), неизвестной третьим лицам (нераскрытая информация), имеет право на защиту этой информации от незаконного использования, если соблюдены условия, установленные ст. 98 ГК РУз.

Таким образом, согласно ГК, информация будет считаться коммерческой тайной, и получит правовую защиту, если соблюдены следующие условия:

- информация должна иметь действительную или потенциальную коммерческую ценность в силу неизвестности ее третьим лицам;
- к информации не должно быть свободного доступа на законном основании; и
- обладатель данной информации должен принимать меры по охране ее конфиденциальности.

Условия коммерческой тайны, определенные в ГК РУз, или даже можно сказать, его признаки, резко отличают данный вид объекта интеллектуальной собственности от других объектов, при этом подчеркивая их своеобразный правовой статус.

По первому условию, можно уверенно подчеркнуть, что любой объект нераскрытой информации используется в предпринимательской деятельности, и только в предпринимательской деятельности. Наличие данного критерия обусловлено следующими качествами коммерческой тайны.

Во-первых, коммерческой ценностью в литературе понимается

¹ Ст. 98 ГК РУз.

способность информации быть объектом рыночного оборота.

Во-вторых, к коммерческой тайне относится информация, использование которой предоставляет ее обладателю определенные экономические преимущества в силу того, что его конкуренты такой информацией не обладают. Коммерческая ценность в этом случае может выражаться в получении прибыли от реализации продукции, произведенной с использованием секретных технологий, от расширения рынков сбыта и т.п. Если же информация не представляет для ее обладателя экономической ценности, она не может считаться коммерческой тайной.

В-третьих, к коммерческой тайне относятся сведения, представляющие интерес для третьих лиц, которые могли бы получить определенную выгоду, если бы они этой информацией обладали (при этом, под третьими лицами в данном случае следует понимать только лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность, поскольку именно они, во-первых, являются субъектами права на коммерческую тайну, а во-вторых, могут получить экономическую выгоду от получения или использования такой информации). Хотя это условие может выполняться не всегда. Например, какая-то технология настолько сложна и требует таких уникальных условий производства, что фактически лицами иными, чем обладатель такой технологии, использоваться не может, а следовательно, никакой ценности для них не представляет. Однако было бы не правильным отказывать в признании за такой технологией статуса коммерческой тайны, поскольку она представляет несомненную экономическую ценность для ее обладателя, кроме того, такая технология представляет для конкурентов ее обладателя потенциальную коммерческую ценность.

В-четвертых, информация, составляющая коммерческую тайну, может иметь не только действительную, но и потенциальную коммерческую ценность. Поэтому к коммерческой тайне относятся не только знания и сведения, активно используемые в предпринимательской деятельности, но и такие, которые не используются, но могут быть использованы в будущем. В отношении других

объектов интеллектуальной собственности подобное условие не закреплено. Например, не указывается, что объекты авторского права получают правовую защиту, только если они будут иметь предпринимательскую ценность. Для получения ими защиты достаточен сам факт их возникновения.

По второму условию, к нераскрытой информации не должно быть свободного доступа другим лицам, ведь поэтому данная информация и называется нераскрытой. При этом возникает вопрос, в какой степени она должна быть недоступной. Данный вид информации должен быть доступен только ограниченному кругу лиц, и данный круг должен быть ограничен так, чтобы коммерческая информация не потеряла коммерческую ценность. Например, в этот круг лиц неизбежно входят сотрудники акционерного общества, которое является владельцем коммерческой тайны. При обычной деятельности акционерного общества, обычно этот круг ограничивается исполнительным органом общества.

В Законе РУз «О механизме функционирования рынка ценных бумаг» указывается, что к лицам, располагающим служебной информацией, относятся:

- члены органом управления эмитента или инвестиционного института, связанные с этим эмитентом договорами;
- физические лица, осуществляющие деятельность на рынке ценных бумаг;
- аудиторы эмитента или инвестиционного института, связанного с ними договорами;
- должностные лица государственных органов, фондовых бирж (фондовых отделов бирж), имеющие в силу контрольных, надзорных и иных полномочий доступ к указанной информации¹.

Разумеется конкуренты в данный круг не входят, так как в ином случае коммерческая тайна потеряет свою ценность в качестве тайны.

Также в этот круг не входят акционеры, как это закреплено в Законе. Ведь если обеспечить свободный доступ к коммерческой тайне всем

¹ Ч.1 ст. 28 Закона.

акционерам, то даже акционер, который приобрел одну акцию из тысяч выпущенных, получит доступ к коммерческой тайне. При этом если другое акционерное общество приобретет хоть одну акцию общества, то оно за цену всего одной акции получает доступ ко всей коммерческой тайне своего конкурента. Именно поэтому недопустим доступ акционеров к определенным видам информации о деятельности акционеров, за исключением особых случаев (например при банкротстве).

Во втором же условии указывается, что к коммерческой тайне не должно быть доступа на законном основании. В кодексе не указывается, что в данном случае означает законное основание. Также в Единообразном Законе о Торговых Секретах США, в определении торгового секрета указывается, что информация "не может быть легко получена законными средствами". Здесь же в качестве законных способов получения информации, указывается самостоятельное получение информации (*independent derivation*), а также «деконструирование» или «обратный инжиниринг» (*reverse engineering*)¹. Многие компании за рубежом стремятся обезопасить себя от раскрытия своих торговых секретов третьими лицами путем «обратного инжиниринга», включая в контракты с покупателями своей продукции оговорку о запрещении подобного рода операций. Также, законным способом получения информации является ее получение из общедоступных источников (рекламных проспектов, публикаций в периодической печати, научных выступлений и т.п.).

Третье условие указывает, что обладатель данной информации должен принимать меры по охране ее конфиденциальности. Это означает, что защита коммерческой тайны не обеспечивается непосредственно государством, как например, путем дачи патентов на изобретения, а первые меры по ее обеспечению должно принимать само акционерное общество.

Как указывается в Законе «О механизме функционирования рынка

¹ Суть «обратного инжиниринга» в том, что приобретается какой-либо продукт, выпущенный в широкую продажу конкурентом, и подвергается различного рода исследованиям и тестам с целью выяснения всех его составляющих, характеристик и параметров для создания своего, аналогичного продукта. Поскольку сведения были получены из законного источника (товара, находящегося в широкой продаже), то такое их получение и последующее использование не являются нарушением коммерческой тайны первоначального производителя.

ценных бумаг», лица, располагающие служебной информацией, не имеют права использовать эту информацию для заключения сделок, а также передавать служебную информацию для совершения сделок третьим лицам¹.

Кроме хранения документов, хранящих информацию о деятельности общества, и предоставления этих документов акционерам, акционерное общество также обязано ежегодно опубликовывать в средствах массовой информации:

- годовой отчет общества, бухгалтерский баланс, счет прибылей и убытков;
- проспект эмиссии акций общества;
- сообщение о проведении общего собрания акционеров в порядке, предусмотренном настоящим Законом;
- списки аффилированных лиц общества с указанием количества и видов принадлежащих им акций; иные сведения, определяемые уполномоченным государством органом².

Данное правило обязательно только для акционерных обществ открытого типа. Это объясняется многочисленностью акционеров данного вида обществ (как правило, количество акционеров для них не ограничено), и подобный способ обеспечивает удобный доступ к информации большему количеству акционеров.

Общество обязано публиковать информацию о своей финансово-хозяйственной деятельности и ценных бумагах в бумажной форме (в республиканских периодических печатных изданиях) или в форме включения в электронные страницы отечественных или международных информационных систем (сетей)³. При этом существует ограничение на использование электронных источников раскрытия информации. Так, в частности, существенные факты могут опубликовываться исключительно в печатных изданиях, что, во-первых, является изначально причиной несоответствия

¹ Ч. 3 ст.28 Закона.

² Ст. 108 Закона РУз «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

³ Ч.1 п.1.4 Положения ЦККФРЦБ «О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг».

законодательству электронного способа носитель информации, во-вторых, ликвидирует все позитивные характеристики такого метода раскрытия информации, и в-третьих, противоречит положениям ГК об аутентичности бумажного и электронного документа.

Немотивированный отказ в публикации, предусмотренной Законом информации акционерного общества, средствами массовой информации не допускается.

При этом существенными фактами признается следующая информация:

– реорганизация общества, его дочерних и зависимых предприятий и организаций. В сообщении о реорганизации должны быть указаны полное фирменное наименование, место нахождения (почтовый адрес) реорганизуемого юридического лица (юридических лиц, участвующих в реорганизации), способ реорганизации (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование), уполномоченный орган, принявший решение, являющееся основанием реорганизации, и дата его принятия, способ и порядок размещения ценных бумаг при реорганизации, дата реорганизации (дата государственной регистрации организации, созданной в результате реорганизации; дата внесения в реестр записи о прекращении деятельности присоединенной организации);

– факты, повлекшие разовое увеличение или уменьшение стоимости активов общества более чем на 10 процентов. В сообщениях о подобных фактах должны быть указаны факт (факты), повлекший разовое увеличение или уменьшение стоимости активов общества более чем на 10 процентов, дата наступления факта (фактов), повлекшего разовое увеличение или уменьшение стоимости активов общества более чем на 10 процентов, величина активов общества на конец квартала, предшествующего месяцу, в котором наступил соответствующий факт (факты), изменение величины активов общества в абсолютном и процентном соотношении в месяце, в котором произошел факт, повлекший разовое увеличение или уменьшение стоимости активов общества более чем на 10 процентов по сравнению с кварталом, предшествующим

месяцу, в котором наступил соответствующий факт;

– факты, повлекшие разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков общества более чем на 10 процентов. В сообщениях о подобных фактах должны быть указаны факт (факты), повлекший разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков общества более чем на 10 процентов, дата наступления факта (фактов), повлекшего разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков общества более чем на 10 процентов, значение чистой прибыли (чистых убытков) общества на конец квартала, предшествующего месяцу, в котором появился соответствующий факт (факты), изменение чистой прибыли (чистых убытков) в абсолютном и процентном соотношении в месяце, в котором произошел существенный факт по сравнению с кварталом, предшествующим месяцу, в котором наступил соответствующий факт;

– факты разовых сделок общества, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет более чем 10 процентов от активов общества по состоянию на дату сделки. В сообщениях о подобных фактах должны быть указаны фамилия, имя, отчество или полное фирменное наименование, место нахождения (почтовый адрес) контрагента и выгодоприобретателя по сделке (сделкам), дата совершения сделки (сделок), описание сделки (сделок);

– начисление и (или) выплата доходов по ценным бумагам общества. В сообщениях о данных фактах должны быть указаны вид ценных бумаг, а также категория (тип) – для акций, серия, транш серии – для облигаций, по которым начислены и (или) выплачиваются (выплачены) доходы, дата принятия обществом решения о выплате (объявлении) дивидендов по акциям, дата начисления доходов по облигациям; и (или) срок выплаты дивидендов по акциям; срок выплаты доходов по облигациям, при начислении дивидендов – орган общества, принявший решение о выплате (объявлении) дивидендов по акциям, размер дивиденда, начисленного, выплачиваемого (выплаченного) на одну акцию указанной категории (типа) или размер процентов или иного дохода, начисленного, выплачиваемого (выплаченного) на одну облигацию указанной серии (транша серии), общее количество акций одной категории

(типа) и облигаций одной серии (транша серии), по которым начислены доходы и количество акций одной категории (типа) и облигаций одной серии (транша серии), по которым выплачены доходы, форма выплаты начисленных доходов по ценным бумагам (денежные средства, иное имущество);

– появление в реестре общества лица, владеющего 35 и более процентами ценных бумаг общества любого отдельного вида. В сообщениях по данным фактам должны быть указаны фамилия, имя, отчество гражданина или полное фирменное наименование, место нахождения (почтовый адрес) юридического лица, приобретшего указанную выше долю, дата, в которой произошли указанные изменения, обстоятельства, являющиеся основанием указанных изменений;

– наступление сроков исполнения обязательств общества перед владельцами ценных бумаг. Сообщение о данных фактах должно содержать указание обязательства общества перед владельцами ценных бумаг, указание срока исполнения обязательства общества перед владельцами ценных бумаг;

– получение кредита или эмиссии ценных бумаг в размере, превышающем 50 процентов уставного фонда или суммы стоимости основных и оборотных средств общества. В сообщениях по подобным фактам должны быть указаны дата получения кредита или эмиссии ценных бумаг в размере, превышающем 50 процентов уставного фонда или суммы стоимости основных и оборотных средств общества, срок погашения кредита или размещения эмиссии ценных бумаг, и другая информация¹.

Следует отметить, что сравнительный анализ национального законодательства и международно–правовых норм указывает на недостаточное регулирование отдельных аспектов раскрытия информации законодательством Республики Узбекистан. Так, в частности, в законодательстве Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг не предусмотрено раскрытие следующей существенной информации, подлежащей раскрытию в соответствии с Принципами корпоративного управления ОЭСР:

¹ П. 2.15 Положения ЦККФРЦБ «О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг».

– структура и политика управления, в частности, содержание любых должностных инструкций или положений по корпоративному управлению, а также процессу их внедрения;

– прогнозируемые существенные факторы риска, подразумевается информация о существенных рисках, которые в разумных пределах поддаются прогнозированию;

– задачи общества. Здесь предполагается, что помимо информации о своих коммерческих задачах компании также сообщают сведения о своей политике в области деловой этики, окружающей среды и других обязательствах в сфере общественной политики;

– методика вычисления вознаграждений членам наблюдательного совета и исполнительного органа, а также информация о членах наблюдательного совета, включая их квалификацию, процедура отбора, осуществление ими деятельности в управлении другими предприятиями и являются ли они независимыми членами правления;

– осуществление сделок заинтересованными сторонами;

– существенные вопросы, связанные с трудовым коллективом и другими заинтересованными сторонами, подразумевается представление компаниями информации по ключевым вопросам, касающимся членов трудового коллектива и других заинтересованных лиц, которые могут оказать существенное воздействие на результаты деятельности предприятия¹.

Несомненный интерес для инвесторов представляет размер реально выплаченных дивидендов по акциям и процентов по облигациям, т.е. история доходов по ценным бумагам эмитента, раскрытие которой станет обязательным. Раскрытию будет подлежать и рейтинговая оценка кредитоспособности эмитента, а также история ее изменения. Большой детализации заслуживает информация о структуре акционеров. Как уже отмечалось, целью раскрытия информации со стороны акционерного общества

¹ The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999, with amendments 22.04.2004. <http://www.oecd.org>

в качестве эмитента акций является защита прав его инвесторов, т.е. акционеров¹. В связи с этим представляется целесообразным выделять долю нерезидентов и долю частных лиц и раскрывать информацию об истории изменения долей крупных акционеров. Перечень раскрываемой информации следует также максимально приблизить к запросам финансовых консультантов (брокеров, готовящих регулярные исследования для своих клиентов).

Несмотря на то, что в Узбекистане законодательством предусмотрены основные нормы раскрытия информации, современное состояние информационного обеспечения рынка ценных бумаг характеризуется недостаточностью и малодоступностью информации об участниках и о ценных бумагах, отсутствием прозрачности, несоблюдением акционерными обществами законодательства об обязательной публикации данных о своем финансово-хозяйственном положении, недоступностью широких слоев инвесторов по целому ряду причин к информации о деятельности эмитентов.

Одной из главных проблем в этой области является то, что эмитенты – акционерные общества публикуют данные о результатах своей финансовой деятельности в местных изданиях, не известных широкому кругу инвесторов, например в районных газетах.

Вторая проблема – отсутствие единой для всех акционерных обществ формы раскрытия информации. В большинстве случаев акционерные общества публикуют данные баланса по сжатой форме с сокращенным количеством показателей, что не дает возможности даже опытным аналитикам определить с достаточной степенью достоверности реальное положение дел эмитента.

На решение данных проблем были направлены последние решения государства, в первую очередь Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по кардинальному увеличению доли частного сектора в экономике Узбекистана»,² Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан от «О мерах по совершенствованию корпоративного управления

¹ См. подробнее: Steven Huddart, John S. Hughes, Michael Williams. Incentives for Public Disclosure by Corporate Insiders. April 5, 2001. См.: <http://www.smeal.psu.edu/faculty/huddart>

² От 24.01.2003г. №УП-3202 // ИПС Нормы.

приватизированными предприятиями»¹ и «О мерах по дальнейшему развитию вторичного рынка ценных бумаг»².

Кроме этого, был разработан ряд новых нормативно–правовых документов направленных на совершенствование корпоративного управления, в частности регулирующих деятельность выборных органов (наблюдательного совета, исполнительного органа, ревизионной комиссии) и раскрытие информации в отчетности систематически, предоставляемой эмитентом в государственный орган регулирования рынка ценных бумаг.

Одной из ключевых задач в повышении уровня информационной прозрачности рынка ценных бумаг является, создание единой информационной системы участников рынка ценных бумаг, включающей источники информации, создание Единой базы данных, организацию сбора, обработки первичной информации, ее систематизацию, обобщение и анализ, подготовку и распространение информационно–аналитических материалов, публикацию специального информационного бюллетеня, пользование информацией. Для создания данной системы необходимо создать глобальную электронную сеть, охватывающую всю цепь, начиная от источников информации до пользователей информационно–аналитических материалов, которое будет достигаться за счет создания равных условий в получении информации всеми заинтересованными лицами о рынке ценных бумаг.

В настоящее время осуществляются мероприятия по созданию информационной системы для предоставления инвесторам основных данных о финансово- хозяйственной деятельности акционерных обществ, ценах на их акции, выплаченных дивидендах, о состоянии биржевого и внебиржевого рынка ценных бумаг и другой информации необходимой для принятия инвестиционных решений.

Данная информационная система должна представлять собой взаимосвязанную структуру состоящую из следующих компонентов:

¹ От 19.04. 2003 г. №189. // ИПС Норма.

² От 29.04. 2003 г. №196. // ИПС Норма.

1. Для постоянного и непрерывного обновления созданных баз данных происходит сбор необходимой информации, которая предоставляется основными институтами отечественного рынка ценны бумаг.

Часть информации предоставляется Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг. На сегодняшний день база данных уже содержит отчеты по акционерным обществам, в том числе включены отчеты по ценным бумагам, отчеты по финансово– хозяйственной деятельности, информация о дате проведения общего собрания и повестке дня, сведения о существенных фактах. РФБ «Тошкент» оперативно представляет информацию по реестрам сделок, списку выставяемых акций и др. Кроме этого включен сбор информационных данных Центрального депозитария и расчетно-клиринговой палаты.

2. Доведение оперативной информации о состоянии рынка ценных бумаг через средства массовой информации (СМИ)¹.

Вместе с этим проводятся еженедельные публикации информационно– аналитических материалов в специальных рубриках газет «Бизнес вестник востока» и «Частная собственность», включающие в себя аналитические материалы об оборотах фондовой биржи, анализ активности эмитентов, информацию о существенных фактах, годовой финансовой отчетности.

3. Доведение оперативной и аналитической информации до потенциальных инвесторов посредством создания в сети Интернет вэб–сайтов.

Так в июле месяце РФБ «Тошкент» при поддержке ЦККРЦБ был создан новый вэб–сайт биржи (www.uzse.com), обновляемая ежедневно по итогам проведенных торгов, в котором отражается часть информации, в том числе:

- основные финансово–экономические данные по эмитентам;
- объемы продаж;

¹ Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг совместно с РФБ «Тошкент» была организована специальная рубрика в программах «Ахборот», «Давр» и «Пойтахт», в рамках которых передаются краткие сведения об объемах продаж, количестве сделок, информация по активным эмитентам, показатели активности регионов и отраслей на фондовой бирже, а также показатель сводного индекса TASIХ. В программе «Биржа ва банк хабарлари» систематически передаются сюжеты посвященные основным показателям рынка ценных бумаг, разъясняющие порядок купли–продажи ценных бумаг, процессы торгов на бирже, показатели положения эмитентов и др. <http://www.uzse.com>

- обзоры торгов по акциям;
- показатели активности регионов и отраслей;
- сведения по брокерским конторам;
- объемы сделок по корпоративным облигациям;
- информация о процедуре и требованиях к официальному биржевому листингу;
- показатель сводного индекса TASIX¹.

В целях развития и совершенствования раскрытия информации на рынке ценных бумаг необходимо решить следующие задачи:

– во-первых, создать единую информационную систему участников рынка ценных бумаг, включающую источники информации, создание Единой базы данных, организацию сбора, обработки первичной информации, ее систематизацию, обобщение и анализ, подготовку и распространение информационно-аналитических материалов, публикацию специального информационного бюллетеня, пользование информацией. Для создания данной системы необходимо создать глобальную электронную сеть, охватывающую всю цепь, начиная от источников информации до пользователей информационно-аналитических материалов.

– в-третьих, создать электронную систему контроля и мониторинга за деятельностью участников рынка ценных бумаг, предусмотрев в ней систему электронного сбора, обработки и анализа отчетов по совершенным биржевым и внебиржевым сделкам, а также систему оперативного контроля и мониторинга за биржевым и внебиржевым рынками, разработку которого осуществить при активном участии Всемирного банка².

Несовершенство учетной системы, неадекватное регулирование данного сегмента рынка ценных бумаг приводит к недостаточной прозрачности

¹ <http://www.uzse.com>

² Госкомимущество РУз? или уполномоченный им агент, регулярно публикует перечни выставляемых к реализации предприятий (или пакетов акций), а также существенных сведений о них в средствах массовой информации и специализированных изданиях (как например "Listing of Foreign Investment Opportunities in the Republic of Uzbekistan" – "Инвестиционные возможности для иностранных инвесторов в Узбекистане"). Создаются также иные условия для ознакомления иностранных инвесторов с предприятиями, их основными технико-экономическими, финансовыми и производственными показателями, организуются презентации и переговоры с потенциальными инвесторами. <http://www.uzse.com>

информации по заключенным операциям с ценными бумагами. Такое положение приводит и к нарушениям налогового законодательства, недостаточной защищенности прав инвесторов на рынке ценных бумаг и создает потенциальную почву для манипулирования.

ТЕСТЫ ПО ПРЕДМЕТУ "ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН"

1. В каком нормативно-правовом акте дано понятие рынка ценных бумаг?

- А) Закон РУз О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг
- Б) *Закон РУз О механизме функционирования рынка ценных бумаг
- В) Закон РУз О ценных бумагах и фондовой биржи
- Г) Никакой из вышеперечисленных актов не предусмотрено понятие рынка ценных бумаг.

2. На основании действующего законодательства который из ниже перечисленных является основами регулирования рынка ценных бумаг?

- А) Регистрации выпусков ценных бумаг и проспектов эмиссии, контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них
- Б) Обеспечения раскрытия информации о ценных бумагах эмитентами и участниками рынка ценных бумаг
- В) Аттестации специалистов, лицензирования и контроля деятельности инвестиционных институтов
- Г) *Все ответы правильны

3. Профессиональная деятельность на рынке бумаг осуществляется на основании

- А) Свидетельства о государственной регистрации
- Б) *Специального разрешения, выдаваемой уполномоченным государством органом
- В) Сертификата, выдаваемой уполномоченным органом
- Г) Свидетельства о государственной регистрации и специального разрешения, выдаваемой уполномоченным государством органом

4. Которые из ниже перечисленных видов деятельности на рынке ценных бумаг являются запрещенными?

- А) Эмиссия ценных бумаг без государственной регистрации, без раскрытия информации, относящейся к эмитенту или к ценным бумагам
- Б) Осуществление деятельности на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии
- В) Манипулирование на рынке ценных бумаг путем фиктивных сделок, произведения адекватных взаимозачетов требований, осуществления искусственных краткосрочных сделок
- Г) *Все ответы правильны

5. Как называется инвестиционный институт, который осуществляет уточнение и зачет взаимных обязательств, предусматривающей осуществление операций по сбору, сверке, корректировке информации по сделке с ценными бумагами?

- А) Депозитарий

- Б) *Расчетно-клиринговая палата
- В) Фондовая биржа
- Г) Правильного ответа не дано

6. Который из ниже перечисленных является инвестиционным институтом?

- А) Инвестиционный консультант
- Б) Управляющая компания
- В) Депозитарий
- Г) *Все ответы правильны

7. Который из ниже перечисленных институтов создается только в форме акционерного общества открытого типа?

- А) Расчетно-клиринговая палата
- Б) Держатель реестра владельцев ценных бумаг
- В) *Инвестиционный фонд
- Г) Инвестиционные институты могут быть созданы в любой организационно-правовой форме

8. Которые из ниже перечисленных являются правами инвесторов на рынке ценных бумаг?

- А) Требовать у эмитента предоставления информации о государственной регистрации выпуска ценных бумаг, текущем финансовом состоянии эмитента и перспективах его развития
- Б) Требовать у инвестиционных институтов, предлагающих им свои услуги на рынке ценных бумаг, информацию о них
- В) Осуществлять инвестиции в ценные бумаги в установленном законодательством и учредительными документами эмитента порядке денежными и иными средствами платежа, имуществом
- Г) *Все ответы правильны

9. Укажите структурные подразделения инвестиционных институтов, осуществляющие внебиржевую мелкооптовую и розничную торговлю ценными бумагами для физических лиц.

- А) *Фондовый магазин
- Б) Инвестиционный посредник
- В) Управляющая компания
- Г) Нет правильного ответа

10. Которые из ниже перечисленных являются основными принципами торговли на рынке ценных бумаг?

- А) Создание условий для всех потенциальных инвесторов для выгодного вложения своих средств
- Б) Добровольность заключаемых на рынке ценных бумаг сделок

В) Запрещение и преследование мошенничества и другой незаконной деятельности на рынке ценных бумаг.

Г) *Все ответы правильны

11. Которые из ниже перечисленных являются основными принципами торговли на рынке ценных бумаг?

А) Доступность рынка для всех инвесторов и эмитентов, осуществляющих свою деятельность в соответствии с законодательством

Б) Обеспечение полного раскрытия информации о ценных бумагах и их эмитентах, гласности и доступности этой информации

В) Защита интересов инвесторов и эмитентов

Г) *Все ответы правильны

12. На основании действующего законодательства какие инвестиционные институты признаются инвестиционными посредниками?

А) Инвестиционный консультант

Б) *Брокер

В) Управляющая компания

Г) Все ответы правильны

13. Какой орган осуществляет учет на территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, а также на зарубежных фондовых рынках ценных бумаг, выпущенных резидентами Республики Узбекистан?

А) Расчетно-клиринговая палата

Б) *Центральный депозитарий

В) Республиканская фондовая биржа "Тошкент"

Г) Нет правильного ответа

14. Укажите понятие брокерской деятельности, на основании действующего законодательства?

А) *Совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основе договоров поручения или комиссии либо доверенности на совершение таких сделок.

Б) Совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам.

В) Оказание услуг по анализу и прогнозу состояния рынка ценных бумаг и его участников, экспертизе, разработке и рекомендации финансовых инструментов (финансовых обязательств), консультационные услуги по вопросам выпуска, размещения и обращения ценных бумаг, переподготовке специалистов

Г) Нет правильного ответа

15. Укажите понятие консультационной деятельности, на основании действующего законодательства?

- А) Совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основе договоров поручения или комиссии либо доверенности на совершение таких сделок.
- Б) Совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам.
- В) *Оказание услуг по анализу и прогнозу состояния рынка ценных бумаг и его участников, экспертизе, разработке и рекомендации финансовых инструментов (финансовых обязательств), консультационные услуги по вопросам выпуска, размещения и обращения ценных бумаг, переподготовке специалистов
- Г) Нет правильного ответа

16. Укажите понятие дилерской деятельности, на основании действующего законодательства?

- А) *Совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основе договоров поручения или комиссии либо доверенности на совершение таких сделок.
- Б) Совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам.
- В) Оказание услуг по анализу и прогнозу состояния рынка ценных бумаг и его участников, экспертизе, разработке и рекомендации финансовых инструментов (финансовых обязательств), консультационные услуги по вопросам выпуска, размещения и обращения ценных бумаг, переподготовке специалистов
- Г) Нет правильного ответа

17. Укажите понятие инвестиционной компании, на основании действующего законодательства?

- А) *Юридическое лицо, осуществляющее выпуск ценных бумаг, вложение средств в ценные бумаги, куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе за счет котировки ценных бумаг
- Б) Юридическое лицо, осуществляющее приобретение и выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложение от имени фонда в ценные бумаги, на банковские счета и во вклады
- В) Инвестиционный институт, осуществляющий деятельность по управлению инвестиционными активами других инвестиционных институтов, юридических и физических лиц, а также осуществляющий куплю-продажу ценных бумаг, именуется управляющей компанией.
- Г) Нет правильного ответа

18. Укажите понятие управляющей компании, на основании действующего законодательства?

- А) Юридическое лицо, осуществляющее выпуск ценных бумаг, вложение средств в ценные бумаги, куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе за счет котировки ценных бумаг
- Б) Юридическое лицо, осуществляющее приобретение и выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложение от имени фонда в ценные бумаги, на банковские счета и во вклады
- В) *Инвестиционный институт, осуществляющий деятельность по управлению инвестиционными активами других инвестиционных институтов, юридических и физических лиц, а также осуществляющий куплю-продажу ценных бумаг, именуется управляющей компанией.
- Г) Нет правильного ответа

19. Укажите понятие инвестиционного фонда, на основании действующего законодательства?

- А) Юридическое лицо, осуществляющее выпуск ценных бумаг, вложение средств в ценные бумаги, куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе за счет котировки ценных бумаг
- Б) *Юридическое лицо, осуществляющее приобретение и выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложение от имени фонда в ценные бумаги, на банковские счета и во вклады
- В) Инвестиционный институт, осуществляющий деятельность по управлению инвестиционными активами других инвестиционных институтов, юридических и физических лиц, а также осуществляющий куплю-продажу ценных бумаг, именуется управляющей компанией.
- Г) Нет правильного ответа

20. Который из ниже перечисленных является депозитарной деятельностью?

- А) Деятельностью по управлению ценными бумагами является осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц
- Б) *Оказание услуг по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на эти ценные бумаги.
- В) Создание условий для обращения ценных бумаг, определение их цен
- Г) Все ответы правильны

21. В каких формах эмитент обязан осуществлять раскрытие информации о своих ценных бумагах и финансово-хозяйственной деятельности?

- А) Сведения о появлении в реестр эмитента лица, владеющего более чем 35 процентами его ценных бумаг любого отдельного вида
- Б) Сведения о датах закрытия реестра, о сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами ценных бумаг, о решениях общих собраний

- В) Сведения о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске ценных бумаг
Г) *Все ответы правильны

22. Которые из ниже перечисленных являются правами инвесторов на рынке ценных бумаг?

- А) Обращаться в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг с жалобами о нарушении их прав эмитентами или инвестиционными институтами
Б) Обращаться в фондовую биржу с жалобами при нарушении их прав членами фондовой биржи, ее должностными лицами и специалистами;
В) Обращаться с иском в суд о нарушении их прав на рынке ценных бумаг и возмещении понесенных убытков;
Г) *Все ответы правильны

23. Которые из ниже перечисленных являются обязанностями депозитариев?

- А) Обеспечить сохранность переданных ему на хранение наличных и безналичных ценных бумаг
Б) Вести учет видов, количества и номинальной стоимости принадлежащих каждому из депонентов ценных бумаг;
В) Вести учет фактов обременения ценных бумаг обязательствами, а также их прекращения;
Г) *Все ответы правильны

24. В каких случаях держателем реестра должна быть независимая, специализированная на ведении реестра организация?

- А) *В случае, если число владельцев превышает 500
Б) В случае, если число юридических лиц, обслуживающий реестродержатель превышает 50
В) В случае принятия решения общего собрания акционеров
Г) Все ответы правильны

25. Которые из ниже перечисленных не могут выступать в качестве держателя реестра владельцев ценных бумаг?

- А) Юридические лица
Б) Физические лица
В) Юридические лица, являющиеся акционерами того же акционерного общества или контролирующие его акции.
Г) *Физические лица и юридические лица, являющиеся акционерами того же акционерного общества или контролирующие его акции.

26. Которые из ниже перечисленных являются исключительными функциями Центрального депозитария?

- А) Ведение корреспондентских счетов депозитариев

- Б) Подтверждение наличия и подлинности ценных бумаг участников биржевых и внебиржевых торгов перед выставлением их на торги
- В) Обеспечение поставки ценных бумаг участникам биржевых и внебиржевых торгов по заключенным на торгах сделкам
- Г) *Все ответы правильны

27. Договор на ведение реестра заключается:

- А) *Одним юридическим лицом
- Б) Двумя юридическими лицами
- В) Тремя юридическими лицами
- Г) Нет правильного ответа

28. Которые из ниже перечисленных являются основными принципами торговли на рынке ценных бумаг?

- А) Установление цен на базе реально складывающегося спроса и предложения
- Б) Строгое соблюдение законодательства в области рынка ценных бумаг всеми его участниками;
- В) Обязательное раскрытие информации о биржевых и внебиржевых операциях, котировках, финансовом состоянии эмитентов
- Г) *Все ответы правильны

29. Лицо, которое держит акции от своего имени по поручению другого лица (собственника ценных бумаг или другого уполномоченного держателя), не являясь собственником этих ценных бумаг, называется

- А) Реестродержатель владельцев ценных бумаг
- Б) *Номинальный держатель ценных бумаг
- В) Клиринговая палата
- Г) Фондовая биржа

30. Которые из ниже перечисленных являются обязанностями депонента?

- А) Извещать депозитарий о прекращении или изменении полномочий своего уполномоченного лица
- Б) Уведомлять депозитарий обо всех фактах изменения своих реквизитов
- В) Проверять правильность и полноту письменных сообщений депозитария и своевременно уведомлять депозитарий об обнаруженных им неточностях
- Г) *Все ответы правильны

31. В каких случаях инвестиционный институт обязан раскрывать информацию путем уведомления, уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг?

- А) В течение одного квартала операций исключительно с одним видом ценных бумаг одного эмитента
- Б) Разовую операцию с одним видом ценных бумаг одного эмитента, если количество ценных бумаг по этой операции составило не менее 15 процентов от общего количества указанных ценных бумаг

В) *В течение одного квартала операций исключительно с одним видом ценных бумаг одного эмитента и разовую операцию с одним видом ценных бумаг одного эмитента, если количество ценных бумаг по этой операции составило не менее 15 процентов от общего количества указанных ценных бумаг

Г) Нет правильного ответа

32. Дайте понятие служебной информации, на основании действующего законодательства?

А) Любая не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им ценных бумагах

Б) Любая информация которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг

В) *Любая не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им ценных бумагах и любая информация которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг

Г) Действующим законодательством не предусматривается такое понятие

33. Которые из ниже перечисленных являются лицами, располагающие служебной информацией?

А) *Члены органом управления эмитента или инвестиционного института, связанные с этим эмитентом договорами

Б) Физические лица, осуществляющие деятельность на рынке ценных бумаг

В) Аудиторы эмитента или инвестиционного института, связанного с ними договорами

Г) Все ответы правильны

34. В каких случаях реклама ценных бумаг признается недобросовестной?

А) Если указывает в рекламе недостоверную информацию о своей деятельности, о видах и характеристиках ценных бумаг, предлагаемых к покупке или продаже либо другим сделкам с ними, и условиях этих сделок, а также другую информацию, направленную на обман или введение в заблуждение владельцев и других участников рынка ценных бумаг

Б) Если указывает в рекламе предполагаемый размер доходов по ценным бумагам и прогнозы роста их курсовой стоимости

В) Если использует рекламу в целях недобросовестной конкуренции путем указания на действительные либо мнимые недостатки профессиональных участников рынка ценных бумаг, занимающихся аналогичной деятельностью, или эмитентов, выпускающих аналогичные ценные бумаги

Г) *Все ответы правильны

35. Которые из ниже перечисленных являются правами инвесторов на рынке ценных бумаг?

- А) Страховать свои риски на рынке ценных бумаг
- Б) Получать от уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг информацию об инвестиционных институтах и их объединениях, обо всех случаях приостановления эмиссии ценных бумаг, приостановления, прекращения действия и аннулирования лицензий на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, о совершенных инвестиционными институтами и эмитентами правонарушениях, а также судебных решениях, вынесенных по его искам в отношении эмитентов или инвестиционных институтов
- В) Обращаться в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг с жалобами о нарушении их прав эмитентами или инвестиционными институтами
- Г) *Все ответы правильны

36. Укажите виды векселя, согласно действующего законодательства

- А) Обыкновенные и выигрышные
- Б) *Простые и переводные
- В) Процентные и беспроцентные
- Г) Все ответы правильны

37. Укажите вид деятельности, который запрещается на рынке ценных бумаг?

- А) Обращение, реклама и предложение ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственную регистрацию, а также эмиссия которых приостановлена
- Б) Заключение с инвесторами договоров, которые ограничивают их права, предусмотренные законодательством о защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг
- В) Осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг инвестиционными институтами и фондовой биржей без соответствующих лицензий
- Г) *Все ответы правильны

38. Для осуществления какой деятельности требуется лицензия?

- А) Управляющая компания
- Б) Депозитарий
- В) Расчетно-клиринговая палата
- Г) *Все ответы правильны

39. Которые из ниже перечисленных являются правами уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг?

- А) Обращаться в суд с исками в защиту интересов инвесторов, а также государства

Б) В пределах своих полномочий запретить или ограничить на срок до шести месяцев проведение отдельных операций на рынке ценных бумаг инвестиционным институтом, нарушившим права инвесторов или создающим своими действиями угрозу нарушения прав инвесторов

В) Получать на основании запросов от иных государственных органов сведения и материалы в отношении участников рынка ценных бумаг, необходимые для изучения фактов нарушения прав инвесторов на рынке ценных бумаг, а также проводить совместное изучение указанных фактов.

Г) *Все ответы правильны

40. Какой орган является уполномоченным органом по регулированию рынка ценных бумаг?

А) Центральный банк Республики Узбекистан

Б) Государственная комиссия по ценным бумагам министерства финансов Республики Узбекистан

В) Республиканская фондовая биржа "Тошкент"

Г) *Нет правильного ответа

41. Которые из ниже перечисленных являются обязанностями уполномоченного государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг?

А) Информировать инвесторов через средства массовой информации и (или) созданные им электронные информационно-справочные системы

Б) Рассматривать обращения участников рынка ценных бумаг и при выявлении фактов нарушений прав инвесторов проводить проверки и принимать меры, предусмотренные законодательством

В) Соблюдать конфиденциальность информации, полученной от государственных органов и участников рынка ценных бумаг по вопросам защиты прав инвесторов, кроме случаев, когда раскрытие информации третьим лицам предусмотрено законодательством.

Г) *Все ответы правильны

42. Система депозитариев на территории Республики Узбекистан является:

А) *Двухуровневой

Б) Трехуровневой

В) Четырехуровневой

Г) Пятиуровневой

43. Укажите исключительные функции Центрального депозитария

А) Хранение безналичных ценных бумаг

Б) Хранение до выкупа наличных ценных бумаг разгосударственных и приватизированных объектов

В) Учет прав государства на наличные и безналичные ценные бумаги

Г) *Все ответы правильны

44. Который из ниже следующих является обязанностями депозитария?

- А) Передавать депонентам информацию, полученную от эмитента или реестродержателя о собраниях акционеров, выплате дивидендов и других действиях на основании письменных поручений депонентов
- Б) Осуществлять операции по счетам депо только на основании письменных поручений депонентов
- В) Осуществлять операции по счетам депонентов только на основании поручений депонентов или их доверенных лиц по установленной форме, за исключением случаев, предусмотренных законодательством
- Г) *Все ответы правильны

45. На основании действующего законодательства, какие услуги оказывают депозитарии при осуществлении своей деятельности?

- А) Хранение ценных бумаг
- Б) Учет и подтверждение прав на наличные и безналичные ценные бумаги с выдачей соответствующего свидетельства
- В) Учет фактов обременения ценных бумаг обязательствами, а также их прекращения
- Г) *Все ответы правильны

46. На основании действующего законодательства, какие видов деятельности депозитарий может совмещать?

- А) Организация торги с ценными бумагами
- Б) *Ведение реестра владельцев ценных бумаг
- В) Клиринговая деятельность
- Г) Депозитарий не может совмещать свою деятельность с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг

47. Который из ниже следующих является правами депонента?

- А) Распоряжаться ценными бумагами, находящимися на его счете депо в депозитарии, в порядке и пределах, установленных законодательством.
- Б) Давать депозитарию поручения по выполнению операций по его счету депо
- В) Хранить принадлежащие ему наличные ценные бумаги и поручать учет прав собственности и иных вещных прав на наличные и безналичные ценные бумаги любому депозитарию
- Г) *Все ответы правильны

48. Который из ниже следующих является обязанностями депонента?

- А) Извещать депозитарий о прекращении или изменении полномочий своего уполномоченного лица
- Б) Уведомлять депозитарий обо всех фактах изменения своих реквизитов
- В) Проверять правильность и полноту письменных сообщений депозитария и своевременно уведомлять депозитарий об обнаруженных им неточностях
- Г) *Все ответы правильны

49. Который из ниже следующих является правами депозитария?

- А) Проверять в установленном порядке наличные ценные бумаги на подлинность
- Б) Производить инкассацию и перевозку наличных ценных бумаг в соответствии с порядком, установленным законодательством
- В) Осуществлять по поручению депонентов перевод доходов по принадлежащим им ценным бумагам
- Г) *Все ответы правильны

50. Укажите минимальное количество учредителей для учреждения инвестиционного фонда, согласно Положения об инвестиционных фондах

- А) *2
- Б) 3
- В) 4
- Г) 5

51. Который из ниже следующих является обязанностями депозитария?

- А) Обеспечить конфиденциальность информации о состоянии и изменениях счета депо, кроме случаев, предусмотренных законодательством
- Б) Прекратить операции по счету депо на основании решений уполномоченного государственного органа, государственного антимонопольного органа, а также суда и правоохранительных органов в порядке, установленном законодательством
- В) Предоставлять по требованию уполномоченного государственного органа, в пределах, определенных законодательством, сведения, относящиеся к его деятельности
- Г) *Все ответы правильны

52. Укажите минимальный размер уставного фонда инвестиционного фонда, согласно Положения об инвестиционных фондах

- А) 50 минимальных размеров оплаты труда.
- Б) 100 минимальных размеров оплаты труда.
- В) *200 минимальных размеров оплаты труда.
- Г) 500 минимальных размеров оплаты труда.

53. При учреждении инвестиционного фонда, сколько процентов его уставного фонда должно быть оплачено в денежной форме?

- А) *75 процент
- Б) 80 процент
- В) 85 процент
- Г) 100 процент

54. Укажите основные задачи расчетно-клиринговых палат?

- А) Обеспечение своевременного и полного проведения взаиморасчетов по сделкам с ценными бумагами на фондовом рынке

- Б) Ускорение оборота ценных бумаг на биржевом и внебиржевом рынках
- В) Предотвращение задержек и неплатежей при заключении сделок на рынке ценных бумаг
- Г) *Все ответы правильны

55. Укажите обязанности расчетно-клиринговых палат?

- А) Обеспечивать обособленный учет обязательств каждого члена РКП и клиента посредством ведения регистров аналитического учета
- Б) Определить обязательства членов РКП по итогам сделок в соответствии с принципом "поставка против платежа" на основании поручений, отчетов и (или) иных документов, представленных организаторами торговли, депозитариями или членами РКП
- В) Обеспечивать хранение информации о сделках, являющихся предметом расчетно-клиринговых операций, не менее трех лет с даты их совершения
- Г) *Все ответы правильны

56. Укажите основные права расчетно-клиринговых палат?

- А) Заключать договоры с организаторами торгов, Центральным депозитарием, депозитариями второго уровня и коммерческими банками для осуществления расчетно-клиринговых операций
- Б) Получать от организаторов торгов и депозитариев информацию, необходимую для осуществления расчетно-клиринговых операций
- В) Приостанавливать предоставление услуг члену РКП при наличии у него задолженности перед РКП, организаторами торгов, Центральным депозитарием и другими участниками торгов
- Г) *Все ответы правильны

57. Который из ниже следующих участников рынка ценных бумаг обязан раскрыть информацию на рынке ценных бумаг?

- А) Эмитенты ценных бумаг
- Б) Инвестиционные институты
- В) Организаторы торгов с ценными бумагами
- Г) *Все ответы правильны

58. Раскрытие информации может осуществляться путем:

- А) Предоставления соответствующей информации инвесторам
- Б) Опубликования
- В) Предоставления информации уполномоченному государственному органу по регулированию рынка ценных бумаг
- Г) *Все ответы правильны

59. Который из ниже следующих участников рынка ценных бумаг не обязан раскрыть информацию на рынке ценных бумаг?

- А) Владельцы 35 и более процентов любого вида ценных бумаг эмитента

- Б) Уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг
- В) Владельцы 35 и более процентов любого вида ценных бумаг эмитента и уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг
- Г) *Нет правильного ответа

60. На какой вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг выдается лицензия?

- А) Инвестиционного посредника
- Б) Держателя реестра владельцев ценных бумаг
- В) Номинального держателя ценных бумаг
- Г) *Все ответы правильны

61. По каким условиям стороны должны прийти к соглашению при совершении сделок с ценными бумагами?

- А) Вид и полное наименование ценных бумаг
- Б) Срок и способ передачи ценных бумаг и их оплаты, условия страхования коммерческого риска по сделке, если таковой имеется
- В) Размер комиссионного вознаграждения за исполнение сделки
- Г) *Все ответы правильны

62. Укажите долю заемных средств, привлеченных для покупки ценных бумаг

- А) Не может превышать 40 процентов от общей стоимости приобретаемых ценных бумаг
- Б) *Не может превышать 50 процентов от общей стоимости приобретаемых ценных бумаг
- В) Не может превышать 60 процентов от общей стоимости приобретаемых ценных бумаг
- Г) Не может превышать 70 процентов от общей стоимости приобретаемых ценных бумаг

63. Какой орган осуществляет лицензирование видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг?

- А) Центральный банк Республики Узбекистан
- Б) Государственная комиссия по ценным бумагам министерства финансов Республики Узбекистан
- В) Республиканская фондовая биржа "Тошкент"
- Г) Нет правильного ответа

64. Какие документы дополнительно представляет соискатель лицензии для получения лицензии на осуществление профессиональной деятельности инвестиционного фонда?

- А) Проспект эмиссии акций

- Б) Заверенную лицензиатом копию предварительного договора о заключении контракта между инвестиционным фондом и управляющей компанией об управлении фондом
- В) Заверенную лицензиатом копию предварительного договора о заключении контракта между инвестиционным фондом и депозитарием.
- Г) *Все ответы правильны

65. Которые из ниже перечисленных являются основными принципами торговли на рынке ценных бумаг?

- А) Обязательное раскрытие информации о биржевых и внебиржевых операциях, котировках, финансовом состоянии эмитентов
- Б) Доступность рынка для всех инвесторов и эмитентов, осуществляющих свою деятельность в соответствии с законодательством
- В) Защита интересов инвесторов и эмитентов
- Г) *Все ответы правильны

66. Укажите понятие ценной бумаги, согласно действующего законодательства

- А) Денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпускавшим их лицом и их владельцем
- Б) Документы предусматривающие выплату дохода в виде дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов, другим лицам
- В) Документы, удостоверяющие с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при их представлении.
- Г) *Все ответы правильны

67. В каких формах ценные бумаги могут быть?

- А) Бланка
- Б) Сертификат
- В) Запись на счетах
- Г) *Все ответы правильны

68. Который из ниже следующих не является ценной бумагой?

- А) Акции
- Б) Казначейские обязательства
- В) Депозитные сертификаты
- Г) *Нет правильного ответа

69. Укажите понятие облигации, согласно действующего законодательства

- А) Ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца

в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Б) *Ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента

В) Вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющих внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

Г) Ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом и ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента

70. Укажите понятие акции, согласно действующего законодательства

А) *Ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Б) Ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента

В) Вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющих внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

Г) Нет правильного ответа

71. Укажите понятие казначейских обязательств, согласно с действующего законодательства

А) Ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставной фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Б) Ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость

ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента

В) *Вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющих внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

Г) Ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставной фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

72. Укажите понятие векселя, согласно действующего законодательства

А) Ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставной фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Б) Ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента

В) Вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющих внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающих право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими ценными бумагами.

Г) *Нет правильного ответа

73. Укажите виды облигаций, согласно действующего законодательства

А) Облигации внутренних республиканских займов

Б) Облигации местных займов

В) Облигации предприятий

Г) *Все ответы правильны

74. Облигации могут выпускаться:

А) Обыкновенными и выигрышными

Б) Процентными и беспроцентными (целевыми)

В) Свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения

Г) *Все ответы правильны

75. Укажите виды казначейских обязательств, согласно действующего законодательства?

А) Долгосрочные - на срок от 5 и более лет

Б) Среднесрочные - от 1 года до 5 лет

В) Краткосрочные - до одного года

Г) *Все ответы правильны

76. Какой орган определяет правила выпуска и регистрации депозитных сертификатов?

А) *Центральный банк Республики Узбекистан

Б) Государственная комиссия по ценным бумагам министерства финансов Республики Узбекистан

В) Республиканская фондовая биржа "Тошкент"

Г) Нет правильного ответа

77. Какой орган принимает решение о выпуске долгосрочных и среднесрочных казначейских обязательств?

А) *Кабинет Министров Республики Узбекистан

Б) Министерство финансов Республики Узбекистан

В) Центральный банк Республики Узбекистан

Г) Нет правильного ответа

78. Какой орган принимает решение о выпуске краткосрочных казначейских обязательств?

А) Кабинет Министров Республики Узбекистан

Б) *Министерство финансов Республики Узбекистан

В) Центральный банк Республики Узбекистан

Г) Нет правильного ответа

79. Укажите виды производные ценных бумаг

А) Опционы

Б) Фьючерсы

В) Финансовые инструменты

Г) *Все ответы правильны

80. Какой орган определяет порядок выпуска и обращения производных ценных бумаг?

А) Центральный банк Республики Узбекистан

Б) Государственная комиссия по ценным бумагам министерства финансов Республики Узбекистан

В) Республиканская фондовая биржа "Тошкент"

Г) *Нет правильного ответа

81. Укажите понятие опцион, согласно действующего законодательства

А) *Договор, дающий право его владельцу приобрести ценные бумаги или товары по оговоренной в контракте цене в установленный срок

Б) Ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов или товаров по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату

В) Свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему.

Г) Нет правильного ответа

82. Укажите понятие фьючерс, согласно действующего законодательства

А) Договор, дающий право его владельцу приобрести ценные бумаги или товары по оговоренной в контракте цене в установленный срок

Б) *Ценная бумага (контракт), удостоверяющая безусловное обязательство на покупку или продажу определенных ценных бумаг и иных финансовых инструментов или товаров по установленной в контракте цене на определенную в будущем дату

В) Свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему.

Г) Нет правильного ответа

83. Инвестиционный институт, осуществляющий деятельность по управлению инвестиционными активами инвестиционных фондов, а также осуществляющий куплю-продажу ценных бумаг...

А) Частный инвестиционный институт

Б) Клиринговая палата

В) *Управляющая компания

Г) Депозитарий

84. При осуществлении деятельности инвестиционного посредника на рынке ценных бумаг запрещается:

А) Совершение сделок с ценными бумагами, принадлежащими инвестиционному посреднику, до их полной оплаты

Б) Гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых инвестиционным посредником денежных средств либо ценных бумаг

В) Оказание услуг в размещении ценных бумаг клиентов, если уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг приостановил эмиссию указанных ценных бумаг

Г) *Все ответы правильны

85. Инвестиционный фонд не имеет права:

А) Осуществлять иные виды инвестиций, кроме вложения в ценные бумаги выпускать облигации, привилегированные акции и иные виды обязательств (исключая привлечение банковских кредитов в порядке, установленном уставом)

Б) Приобретать простые акции любого акционерного общества в случае, если после их приобретения аффилированным лицам инвестиционного фонда будет принадлежать более 10 процентов акций этого общества

В) *Осуществлять иные виды инвестиций, кроме вложения в ценные бумаги выпускать облигации, привилегированные акции и иные виды обязательств (исключая привлечение банковских кредитов в порядке, установленном уставом) и приобретать простые акции любого акционерного общества в случае, если после их приобретения аффилированным лицам инвестиционного фонда будет принадлежать более 10 процентов акций этого общества

Г) Нет правильного ответа

86. Брокер имеет право потребовать представление клиентом информации о:

А) Дееспособности клиента – физических лиц своими действиями приобретать и осуществлять гражданские права, создавать для себя гражданские обязанности и исполнять их в полном объеме или частично

Б) Правомочности руководителей клиентов – юридических лиц представлять интересы юридических лиц и осуществлять действия, влекущие юридические последствия для указанных юридических лиц.

В) *Дееспособности клиента – физических лиц своими действиями приобретать и осуществлять гражданские права, создавать для себя гражданские обязанности и исполнять их в полном объеме или частично и правомочности руководителей клиентов – юридических лиц представлять интересы юридических лиц и осуществлять действия, влекущие юридические последствия для указанных юридических лиц.

Г) Нет правильного ответа

87. Инвестиционный фонд обязан не позднее чем через _____ дней после окончания финансового квартала и не позднее _____ дней после окончания финансового года представить для обозрения акционеров и в Центр, а также опубликовать в республиканской печати финансовый отчет

А) *30 – 60

Б) 20 – 40

В) 40 – 70

Г) Нет правильного ответа

88. Инвестиционный фонд не имеет права:

А) Инвестировать более 10 процентов своих чистых активов в ценные бумаги одного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг

Б) Инвестировать средства в ценные бумаги аффилированных лиц инвестиционного фонда

В) *Инвестировать более 10 процентов своих чистых активов в ценные бумаги одного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг и инвестировать средства в ценные бумаги аффилированных лиц инвестиционного фонда

Г) Нет правильного ответа

89. При осуществлении деятельности инвестиционного посредника на рынке ценных бумаг запрещается:

- А) Совершение операций с ценными бумагами с использованием профессиональных услуг участников рынка ценных бумаг, не имеющих лицензии на осуществление соответствующей профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг
- Б) Использование ценных бумаг и денежных средств клиентов, находящихся на банковских счетах инвестиционного посредника, без распоряжения клиента кроме случаев, специально оговоренных в договоре
- В) *Совершение операций с ценными бумагами с использованием профессиональных услуг участников рынка ценных бумаг, не имеющих лицензии на осуществление соответствующей профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и использование ценных бумаг и денежных средств клиентов, находящихся на банковских счетах инвестиционного посредника, без распоряжения клиента кроме случаев, специально оговоренных в договоре
- Г) Нет правильного ответа

90. Финансовый отчет инвестиционного фонда включает в себя

- А) Бухгалтерский баланс с расшифровкой перечня инвестиций фонда
- Б) Отчет о доходах, расходах, прибылях и убытках, а также дивидендах, выплачиваемых за указанный период
- В) Справку о финансовой деятельности и состоянии чистых активов инвестиционного фонда на последний день указанного периода, о количестве акций, выпущенных инвестиционным фондом, номинальной и текущей рыночной цене одной акции на дату составления отчета, а также о цене, по которой инвестиционный фонд обязался выкупить свои акции у акционеров
- Г) *Все ответы правильны

91. Инвестиционный фонд не имеет права:

- А) Заключать договоры о продаже ценных бумаг, которые ему не принадлежат или которые он не имеет право приобретать
- Б) Привлекать заемные средства в случае, если совокупный объем задолженности, подлежащей погашению, превысит 15 процентов рыночной стоимости чистых активов инвестиционного фонда на дату подписания кредитного соглашения.
- В) *Заключать договоры о продаже ценных бумаг, которые ему не принадлежат или которые он не имеет право приобретать и привлекать заемные средства в случае, если совокупный объем задолженности, подлежащей погашению, превысит 15 процентов рыночной стоимости чистых активов инвестиционного фонда на дату подписания кредитного соглашения.
- Г) Нет правильного ответа

92. Лицензионными требованиями и условиями осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг являются:

- А) Наличие у лицензиата, осуществляющего профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, не менее одного работника, в обязанности которого входит ведение внутреннего учета операций с ценными бумагами
- Б) Соответствие специалистов, должностных лиц и контролера лицензиата квалификационным требованиям, утвержденным лицензирующим органом
- В) *Наличие у лицензиата, осуществляющего профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, не менее одного работника, в обязанности которого входит ведение внутреннего учета операций с ценными бумагами и Соответствие специалистов, должностных лиц и контролера лицензиата квалификационным требованиям, утвержденным лицензирующим органом
- Г) Нет правильного ответа

93. Финансовый отчет инвестиционного фонда включает в себя

- А) Размер оплаты услуг управляющей компании, депозитария и аудитора за указанный период, расходы на рекламу
- Б) Сведения об изменениях в составе аффилированных лиц, членов Наблюдательного совета инвестиционного фонда, управляющей компании, депозитария с указанием причин.
- В) *Размер оплаты услуг управляющей компании, депозитария и аудитора за указанный период, расходы на рекламу и сведения об изменениях в составе аффилированных лиц, членов Наблюдательного совета инвестиционного фонда, управляющей компании, депозитария с указанием причин.
- Г) Нет правильного ответа

94. Брокер имеет право потребовать представление клиентом информации о:

- А) Платежеспособности клиента - при заключении договора на приобретение ценных бумаг
- Б) Наличии ценных бумаг и правах собственности на них - при заключении договора на их продажу;
- В) Имеющемся обременении ценных бумаг правами третьих лиц либо наличии известных клиенту обстоятельств, связанных с финансово-хозяйственной деятельностью эмитента, влекущих приостановку либо невозможность реализации прав, предоставляемых ценными бумагами;
- Г) *Все ответы правильны

95. При осуществлении деятельности инвестиционного посредника на рынке ценных бумаг запрещается:

- А) Совершать какие-либо сделки с ценными бумагами без соответствующей лицензии
- Б) Заключение с клиентами договоров, которые ограничивают их права, предусмотренные законодательством

- В) Участвовать в запрещенных сделках либо сделках, которые могут привести к нарушению требований законодательства;
- Г) *Все ответы правильны

96. Запрещается обращение, реклама и предложение облигаций

- А) Выпуск которых не прошел государственную регистрацию
- Б) Эмиссия которых приостановлена
- В) *Выпуск которых не прошел государственную регистрацию и эмиссия которых приостановлена
- Г) Нет правильного ответа

97. Выпуск облигаций эмитентом, являющимся акционерным обществом, осуществляется

- А) *После полного размещения всех выпущенных акций.
- Б) После получения разрешения контролирующего органа
- В) После полного размещения всех выпущенных акций и после получения разрешения контролирующего органа
- Г) Нет правильного ответа

98. Профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг могут осуществлять

- А) Только юридические лица
- Б) *Юридические лица, за исключением профессиональной деятельности инвестиционного посредника и инвестиционного консультанта
- В) Только физические лица
- Г) Нет правильного ответа

99. Лицензионными требованиями и условиями осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг являются:

- А) Обязательное соблюдение лицензиатом законодательства Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг, нормативно-правовых актов лицензирующего органа
- Б) Обеспечение достаточности и соответствия собственных средств (капитала) и иных финансовых показателей лицензиата обязательным нормативам, установленным лицензирующим органом
- В) Соответствие программного обеспечения и технических средств установленным лицензирующим органом требованиям к программно-техническим комплексам и готовности к электронному взаимодействию с инвестиционными институтами и фондовыми биржами
- Г) *Все ответы правильны

100. Решение о выдаче или об отказе в выдаче лицензии на осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, принимается в срок

А) *Не превышающий 30 дней со дня получения заявления соискателя лицензии со всеми необходимыми документами.

Б) Не превышающий 20 дней со дня получения заявления соискателя лицензии со всеми необходимыми документами.

В) Не превышающий 10 дней со дня получения заявления соискателя лицензии со всеми необходимыми документами.

Г) Не превышающий 3 дней со дня получения заявления соискателя лицензии со всеми необходимыми документами.

РЕКОМЕНДУЕМЫЕ ИСТОЧНИКИ И ЛИТЕРАТУРА

1. Фундаментальная литература

1.1. Каримов И.А. Узбекистан – государство с великим будущим. – Т.: Узбекистон, 1992.

1.2. Каримов И.А. Узбекистан: собственная модель перехода на рыночные отношения. – Т.: Узбекистон, 1993.

1.3. Каримов И.А. Основные принципы общественно-политического и экономического развития Узбекистана. – Т.: Узбекистон, 1995.

1.4. Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия стабильности и гарантии. – Т.: Узбекистон, 1997.

1.5. Каримов И. А. Узбекистан на пути экономического подъема: Выступление на заседании Кабинета Министров РУз, 25 июля 1996 г.// Народное слово.–25.07.1996.

1.6. Каримов И.А. Либерализация экономики – основа процветания: Доклад на заседании Кабинета Министров РУз, посвященном итогам социально-экономического развития и реформирования экономики за I полугодие 2000г., 21 июля 2000г. // Народное слово.–22.07.2000.

1.7. Каримов И.А. Либерализация экономики, эффективное использование ресурсов – наше главное направление: Выступление на заседании Кабинета Министров РУз, по итогам социально-экономического развития, оценке хода экономических реформ в 2001г. и задачам на 2002г. 14 февраля 2002г. // Народное слово.– 15.02. 2002.

1.8. Каримов И.А. Наша главная цель – демократизация и обновление общества, реформирование и модернизация страны: Доклад на совместном заседании Законодательной палаты и Сената Олий Мажлиса РУз от 28.01.2005. // Народное слово. – 29.01.2005.

2. Международные нормативно-правовые акты

2.1. European Community Insider Dealing Directive (OJ Vol.32, L.334, 11.11.1989). <http://www.europe.eu>

2.2. Financial Derivatives. IMF Report. Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics. Washington, D.C., October 21–23, 1998. Prepared by the Statistics Department International Monetary Fund. BOPCOM98/1/20. <http://www.imf.org>

2.3. IOSCO Resolution on Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivative Products. Passed by the Presidents' Committee November 1990. <http://www.iosco.org>

2.4. IOSCO Resolution on Coordination between Cash and Derivative Markets. Passed by the Presidents' Committee. October 1993. <http://www.iosco.org>

2.5. IOSCO Risk Management Guidelines for Derivatives. July 1994. <http://www.iosco.org>

2.6. IOSCO Resolution on Providing Certainty of the Enforceability of Netting Arrangements for Over-the-Counter Derivatives Transactions. Passed by the Presidents' Committee September 1996. <http://www.iosco.org>

2.7. International Monetary Fund Balance of Payments Manual 1997. ISBN 1-55775-941-3. <http://www.imf.org>

2.8. The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999.

2.9. Directive of the European Parliament and of the Council On the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading Commission of the European Communities. Brussels, 30.05.2001 COM (2001) 280 final. 2001/aaaa (COD).

2.10. Regulation of the European Parliament and of the Council on the Application of International Accounting Standards (2002/1606/EC), p. 1 O.J. September 11, 2002 (L 243).

2.11. Модельный закон для стран СНГ " О рынке ценных бумаг" . Принят на восемнадцатом пленарном заседании Межпарламентской Ассамблеи государств – участников СНГ (постановление № 18-7 от 24 ноября 2001 г.) // Информационный бюллетень МПА, 2002, №28.

2.12. IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information 2003. Annual Conference Press Release. – Seoul, South Korea, 16 October 2003. <http://www.iosco.org>

2.13. Insider Trading: How Jurisdiction Regulate it? Report of IOSCO Emerging Markets Committe Transparency of Corporate Bond Markets. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. May 2004. <http://www.iosco.org>

3. Нормативно-правовые акты Республики Узбекистан

3.1. Конституция Республики Узбекистан, принятая 8 декабря 1992г. на XXI сессии Верховного Совета Республики Узбекистан двенадцатого созыва, с изменениями, внесенными Законом Республики Узбекистан от 24.04.2003г. № 470-И "О внесении изменений и дополнений в Конституцию Республики Узбекистан".

3.2. Гражданский кодекс Республики Узбекистан. Введен в действие с 01.03.1997г. Постановлением Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 29.08.1996г. № 257-1.

3.3. Закон Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" от 02.09.1993г. № 918-ХII.

3.4. Закон Республики Узбекистан "О механизме функционирования

рынка ценных бумаг" от 25.04.1996г. № 218-І.

3.5. Закон Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" от 26.04.1996г. № 223-І.

3.6. Закон Республики Узбекистан "О бухгалтерском учете" от 30.08.1996г. № 279-І.

3.7. Закон Республики Узбекистан "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг" от 29.08.1998г. № 672-І.

3.8. Закон Республики Узбекистан "О биржах и биржевой деятельности". Новая редакция утверждена Законом РУз от 29.08.2001г.

3.9. Закон Республики Узбекистан "О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг" от 30.08.2001г. № 262-ІІ.

3.10. Закон Республики Узбекистан "Об информатизации" от 11.12.2003г. № 560 – ІІ.

3.11. Закон Республики Узбекистан "Об электронной цифровой подписи" от 11.12.2003г. № 562 – ІІ.

3.12. Закон Республики Узбекистан "Об электронной коммерции" от 29.04.2004г.

3.13. Закон Республики Узбекистан "Об электронном документообороте" от 29.04.2004г.

3.14. Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствованию рынка ценных бумаг от 12.06.1995г. № УП-1164".

3.15. Указ Президента Республики Узбекистан "О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг" от 07.09.1995г. № УП-1270.

3.16. Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности" от 04.03.1998г. № УП-1939.

3.17. Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по кардинальному увеличению доли и значения частного сектора в экономике Узбекистана" от 24.01.2003г. № УП-3202.

3.18. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по обеспечению эффективной деятельности Республиканской фондовой биржи "Тошкент" и развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг" от 08.06.1994г. № 285.

3.19. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по упорядочению функционирования и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в республике" от 07.09.1995г. № 351.

3.20. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О вопросах организации деятельности Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе РУз" от 30.03.1996г. № 126.

3.21. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию размещения пакетов акций и повышению роли акционеров в управлении акционерными обществами, образованными на базе государственной собственности" от 18.08.1997г. № 404.

3.22. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О вступлении Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе РУз в Международную организацию комиссий по ценным бумагам" от 12.01.1998г. № 16.

3.23. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию системы управления акционерными обществами" от 22.08.1998г. № 361.

3.24. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О вопросах организации и деятельности Центрального депозитария ценных бумаг" от 21.05.1999г. № 263.

3.25. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию корпоративного управления приватизированными предприятиями" от 19.04.2003г. № 189.

3.26. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по дальнейшему развитию вторичного рынка ценных бумаг" от

29.04.2003г. № 196.

3.27. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О создании Центра корпоративного управления" от 04.07.2003г. № 304.

3.28. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "Об утверждении Положения о лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг)" от 09.07.2003г. № 308.

3.29. Положение "О лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (деятельности инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг)". Приложение № 1 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 09.07.2003г. № 308.

3.30. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "Об утверждении Положения о лицензировании производства бланков ценных бумаг" от 13.11.2003г. № 506.

3.31. Инструкция о порядке контроля за приобретением более 35 процентов акций хозяйствующего субъекта. Утверждена Постановлением от 24.09 2001г. Госкомдемонополизации № 5 и ЦККФРЦБ при ГКИ № 2001-12, зарегистрированным МЮ 06.11.2001г. № 1079.

3.32. Положение "О Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при ГКИ РУз". Приложение № 3 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 30.03.1996 г. № 126.

3.33. Положение "О порядке размещения и распространения конвертируемых ценных бумаг". Зарегистрировано МЮ РУз 01.07.1997г. № 351. Утверждено Госкомимуществом РУз 18.06.1997г.

3.34. Дополнение № 1 к Положению "О порядке выпуска и регистрации ценных бумаг на территории РУз", зарегистрированному МЮ 10.07.1998г. № 453. Зарегистрировано Министерством юстиции РУз 04.01.1999г. № 453-1. Утверждено ЦККФРЦБ РУз РУз 28.12.1998г.

3.35. Положение "Об аттестации (переаттестации) физических лиц на право совершения операций с ценными бумагами". Зарегистрировано МЮ РУз 03.03.1999г.

№ 660. ЦККФРЦБ РУз 01.03.1999г. № 42.

3.36. Положение "О составлении и представлении отчетов по ценным бумагам". Зарегистрировано МЮ РУз 27.04.1999г. № 710. Утверждено Госкомимуществом РУз 24.04.1999г., Министерством Макроэкономики и статистики РУз и Министерством финансов РУз 25.04.1999г.

3.37. Положение "Об андеррайтинговой деятельности на рынке ценных бумаг". Зарегистрировано МЮ РУз от 28.12.1999г. № 860. Утверждено ЦККФРЦБ РУз 21.12.1999г.

3.38. Положение ЦККФРЦБ РУз "О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг". Утверждено приказом Генерального директора ЦККФРЦБ РУз при ГКИ от 27.03.2002г. № 2002-06, зарегистрированным МЮ РУз 18.04.2002г. №1127.

3.39. Положение "О порядке рассмотрения дел и применения санкций за нарушение законодательства РУз о рынке ценных бумаг". Утверждено Приказом Генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ, зарегистрированным МЮ 23.04.2002г. № 1131.

3.40. Положение "О технических требованиях, предъявляемых к бланкам ценных бумаг". Утверждено Постановлением ЦБ РУз от 27.12.2003г. № 555, зарегистрированным МЮ 17.02.2004г. № 1312.

3.41. Порядок выпуска и обращения производных ценных бумаг. Зарегистрирован МЮ РУз 02.04.1997г. № 320. Утвержден Госкомимуществом РУз 31.03.1997г.

3.42. Правила предотвращения манипулирования на рынке ценных бумаг. Зарегистрированы МЮ РУз 21.09.1999г. № 820. Утверждены Госкомимуществом РУз 25.06.1999г. № 4/103.

3.43. Перечень предприятий, в уставном фонде которых сохраняется от 25 до 51 процента акций (долей) в собственности государства. Приложение № 3 и Приложение № 4 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 17.04.2003г. № 185 (с изменениями от 18.02.2004г. № 76).

3.44. Приложение № 5 к Постановлению Кабинета Министров Республики

Узбекистан от 22.08.1998г. № 361 "Порядок передачи в доверительное управление государственных пакетов акций".

3.45. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по дальнейшему развитию вторичного рынка ценных бумаг" от 29.04.2003г. № 196.

3.46. Положение "О порядке заключения фьючерсных сделок". Утверждено Ассоциацией "Узоптбиржеторг" зарегистрировано МЮ РУз 11.10.1996г. № 282.

3.47. Положение "О порядке рассмотрения дел и применения санкций за нарушение законодательства Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг". Утверждено Приказом генерального директора ЦККФРЦБ при ГКИ, зарегистрированным МЮ 23.04.2002г. № 1131.

3.48. Положение "О порядке выпуска, государственной регистрации и погашения (аннулирования) выпуска ценных бумаг коммерческими банками". Утверждено Постановлением от 30.11.2002г. Правления ЦБ № 228 В (26/11), ЦККФРЦБ № 2002-15, зарегистрировано МЮ 12.02.2003г. № 1216.

4. Акты судебного толкования

4.1. Постановление Высшего хозяйственного суда Республики Узбекистан "О ценных бумагах" от 7 сентября 1999г.

4.2. Постановление совместного Пленума Верховного суда и Высшего хозяйственного суда "О некоторых вопросах применения законодательства об акционерных обществах и защите прав акционеров" от 31.03.2005г. № 02/124.

5. Законодательство зарубежных стран

5.1. Canada Business Corporation Act. R.S., 1985, C-44, s.1; 1994, c. 24, s. 1 (F) <http://www.canada.justice.cg.ca>

5.2. New York "Blue Sky" Provisions (Martin Act) of 1921. – Selected

Corporation and Partnership, Statutes, Rules and Forms – St. Paul. Minn.: West Publishing Co., 1987.

5.3. Securities Act of 1933. 15 U.S.C. § 77 b (1) (1998). Corporations and other Business Organizations. Statutes, Rules, Materials and Forms. – NY: NY Foundation Press, 2003.

5.4. US Securities Exchange Act of 1934. 15 U.S.C. § 78 a. Corporations and other Business Organizations. Statutes, Rules, Materials and Forms. – NY: NY Foundation Press, 2003.

5.5. US Futures Trading Practices Act of 1992, Pub. L. No. 102-546, 106 Stat. 3590,

5.6. Закон Российской Федерации "О рынке ценных бумаг" . Принят Государственной Думой 20.03.1996г. Одобрен Советом Федерации 11.04.1996г. (в ред. Федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ).

5.7. US Over-the-Counter Derivatives Regulation, 63 Fed. Reg. 26,114 (May 12, 1998).

5.8. Федеральный Закон Российской Федерации "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг". Принят Государственной Думой 12.02.1999г. Одобрен Советом Федерации 18.02.1999г.

5.9. Положение Комитета по ценным бумагам при совете министров Республики Беларусь "О производных ценных бумагах" от 04.02. 2002 г. № 02/П.

5.10. US Commodity Futures Modernization Act of 2000, Pub. L. No. 106-554, 114 Stat. 2763 (2000).

6. Аналитические материалы международных организаций и финансово-кредитных институтов

6.1. Рекомендации международной научно-практической конференции "Проблемы повышения эффективности финансово-кредитных механизмов в обеспечении экономического роста Республики Узбекистан" – Ассоциация банков Узбекистана. – 25.05. 2004.

6.2. Право на этапе перехода: финансовый рынок. – Европейский банк реконструкции и развития. – 1999.

6.3. Corporate Hedging: the Impact of Financial Derivatives on the Broad Credit Channel of Monetary Policy. – Bank for International Settlements. Monetary and Economic Department. – 2000.

6.4. OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2005. – Bank for International Settlements. Monetary and Economic Department. – 2005.

6.5. Financial Derivatives. – Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics. – Washington, D.C., 1998.

6.6. Optimal Investment with Derivative Securities. – Princeton University. Computational Finance Seminar, 2003.

6.7. Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998. BIS, Basel, 1998.

6.8. The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Markets. U.S. Securities and Exchange Commission. Report, Washington, 1997.

6.9. Trading and Derivatives Disclosures of Banks and Securities Firms. Results of the survey of 1997 Disclosures. Joint report by the Basle Committee on Banking Supervision and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Montreal, 1998.

6.10. Emerging Stock Markets Factbook. International Finance Corporation, Washington 1993 – 1999.

6.11. Strategy for Uzbekistan. – EBRD, 2003.

8. Специальная литература

7.1. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. – СПб.: Экономическая школа, 1998.

7.2. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Тривола. – 1994.

7.3. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых

инструментов. Учебное пособие. – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998.

7.4. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг. – Т.:Консаудитинформ, 2001. Ван Хорн, Джеймс, К., Вахович, Мл.Джонн. Основы финансового менеджмента: 11-е издание / Пер. с англ. – М.: Вильямс, 2001.

7.5. Валеев Д.Р. Корпоративные конфликты: понятие, виды и способы разрешения. – Т.: ТГЮИ, 2004.

7.6. Гафуров Ш., Беркинов Б., Пичугина О. Рынок ценных бумаг. – Т.:ИРИЦ, 1996.

7.7. Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2002.

7.8. Гулямов С.С. Правовые проблемы корпоративного управления: теория и практика. – Т.: ТГЮИ, 2004.

7.9. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. – М., 1996.

7.10. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2001.

7.11. Караходжаева Ш.Р. Проблемы совершенствования законодательства по раскрытию информации в акционерном обществе в Республике Узбекистан. – Т.: ТГЮИ, 2004.

7.12. Карагусов Ф.С. Ценные бумаги и деньги в системе объектов гражданских прав. – Алматы, 1998.

7.13. Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах.– М.: Российская академия наук, 2002.

7.14. Колб Роберт У. Финансовые деривативы: Учебник. – М. ИИД Филинь, 1997.

7.15. Миронов Е.И. Депозитарные расписки. – М.:ОЛМА, 2002.

7.16. Назаров Ю. Правовые аспекты обращения ценных бумаг в гражданском обороте. – Т.: Хозяйство и право, 2005.

7.17. Нуралиев Р.Т. Региональные аспекты рыночных преобразований. – Т.: Фан,1996.

7.18. Окуюлов О. Законодательство о ценных бумагах Узбекистана и Германии. Бестелесное имущество, истоки, эволюция и правовой режим. – Т.: Фан, 1996.

7.19. Рахманкулов Х.Р., Гулямов С.С. Корпоративное право. – Т.: ТГЮИ, 2004.

7.20. Сазонова Т.Ю. Биржевая торговля производными инструментами. – М., Дело, 2000.

7.21. Саркисян А.М. Производные финансовые инструменты. – М., 1998.

7.22. Сафонова Т.Ю. Биржевая торговля производными инструментами. – М.: Дело, 2000.

7.23. Томсетт Майкл С. Торговля опционами: спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками. – М.: АЛЬПИНА, 2001.

7.24. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. Курс: Производные ценные бумаги: Учеб.пос. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1995.

7.25. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. – М.: Инфра-М, 1996.

7.26. Чжен В.А. Деньги и финансовые рынки. – Т.: Шарк, 1996.

8. Диссертации и авторефераты диссертаций

8.1. Алиев М.Г. Проблемы совершенствования механизма регулирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан: Дисс. ...канд. экон. наук. – Т.: Банковско-финансовая Академия РУз, 2000.

8.2. Арифджанова С.А. Проблемы развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики: Дисс. ...канд. экон. наук. – Т.: Банковско-финансовая Академия РУз, 2002.

8.3. Гулямов С.С. Развитие законодательства об акционерных обществах в системе корпоративных отношений и проблемы его совершенствования: Дисс. ...докт. юрид. наук. – Т.: Ташкентский Государственный юридический

институт, 2005.

8.4. Грекова Г.И. Тенденции формирования и функционирования рынка ценных бумаг транзитивной экономики: Дисс. ... докт. экон. наук. – СПб., 1996.

8.5. Карагусов Ф.С. Правовой режим ценных бумаг в Республике Казахстан: Автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. – Алматы: Ротапринт АЭИ, 1995.

8.6. Караходжаева Ш.Р. Правовое регулирование раскрытия информации в акционерных обществах в Республике Узбекистан. Дисс. ...канд. юрид. наук. – Т.: Ташкентский Государственный юридический институт, 2005.

8.7. Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: Дисс. ...канд. экон. наук. – Т.: Банковско-финансовая Академия РУз, 2002.

8.8. Рубцов Б.И. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. ... докт. экон. наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.

8.9. Соловьев Д.В. Правовое регулирование обращения ценных бумаг иностранных эмитентов: сравнительный анализ права и практики Российской Федерации и Соединенных Штатов Америки: Автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. – М.: Институт международного права и экономики, 2001.

8.10. Тешаев Ш.Ж. Формирование рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан: Дисс. ...канд. экон. наук. – Т.: Банковско-финансовая Академия РУз, 1997.

8.11. Ярош Й. Опционы и развитие рынка ценных бумаг: Сравнительный анализ мирового опыта и перспектив России: Дисс. ... канд. экон. наук. – М.: Российская академия государственной службы при Президенте РФ, 1995.

9. Специальная литература на иностранных языках

9.1. Baird Allen Jan. Option Market Making. – New York: John Wiley & Sons, 1993.

- 9.2. Bookstaber Richard M. Option Pricing and Investment Strategies: Third edition. – Chicago: Probus Publishing Co., 1991.
- 9.3. Caplan David. The Options Advantage. – Chicago: Probus Publishing Co, 1991.
- 9.4. Chance D. An Introduction to Derivatives. – Dryden Press. – 1998.
- 9.5. Cox L, Rubinstein M. Options Markets. – Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1985.
- 9.6. Daigler Robert T. Advanced Options Trading. – Chicago: Probus Publishing, 1994.
- 9.7. DeCovny Sh., Tacchi Ch. Hedging Strategies. – N. Y., 1993.
- 9.8. Frost Ronald J. Options on Futures. – Chicago: Probus Publishing Company, 1994.
- 9.9. Garry J. Schinasi, R. Sean Craig, Burkhard Drees, Charles Kramer. Modern Banking and OTC Derivatives Markets. The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk. – IMF Working Paper. – 2001.
- 9.10. John C. Hull. Options, Futures, and other Derivatives. – Prentice Hall College Div., 2002.
- 9.11. Tsetsekos G., Varangis P. The Structure of Derivatives Exchanges: Lessons from Developed and Emerging Markets. The World Bank, 1997.
- 9.12. Ulf R. Siebel, Michael P. Lowenstein, Robert Finney. German Capital Market Law. – New York: Oceana Publications, Inc. and Munich: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1995.
- 9.13. Valeev D. Corporate Conflicts: Conception, Types and Ways of Settlement. – Tashkent, 2004.
- 9.14. Wong Anthony M. Trading and Investing in Bond Options. – New York: John Wiley & Sons, 1991.

10. Научные статьи

10.1. Алексеев М.Ю. Государственные ценные бумаги и практика их размещения в США // Деньги и кредит. – 1992. – № 6.

10.2. Бадалов А.Л. Депозитарные расписки и их использование как инструмент привлечения инвестиций в российские корпорации // Финансовый менеджмент – 2002. – № 6.

10.3. Бутиков И. Фондовый рынок: вопросы формирования рынка ценных бумаг в Узбекистане // Экономика и статистика. – 1994. – №8 – 9.

10.4. Валеев Д.Р. Защита прав акционеров и механизмы обеспечения прав акционеров // Общественные науки в Узбекистане. – 2004. – №5 – 6.

10.5. Валеев Д.Р. Защита прав миноритарных акционеров в корпоративных конфликтах // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №1.

10.6. Валеев Д.Р., Яковенко А.А. Внедрение современных технологий в практику корпоративных отношений Республики Узбекистан // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №3.

10.7. Вохидов М.М. Развитие корпоративного управления в Республике Узбекистан // Общественные науки в Узбекистане. – 2004. – № 4.

10.8. Вохидов М.М. Современные тенденции регулирования корпоративных отношений // Частное право: актуальные проблемы гражданского права. – Часть III. Кафедральные чтения молодых ученых. – Т.: ТГЮИ, 2004.

10.9. Гулямов С.С. Отчетность как метод защиты прав акционеров в корпоративном управлении // Иқтисод ва таълим. – 2004. – №1.

10.10. Гулямов С.С. О правовом механизме обеспечения раскрытия информации в корпоративном управлении (по законодательству РФ и РУз) // Хозяйство и право. – 2004. – №7.

10.11. Гулямов С.С. Нарушения имущественных интересов акционеров в случаях инсайдерских сделок // Вестник Каракалпакского отделения АН РУз. – 2004. – №5 – 6.

10.12. Гулямов С.С. Генезис корпоративного законодательства Узбекистана // Материалы международной научной конференции "Фуқаролик қонунчилиги: муаммо ва ечимлар". – Т.: ТГЮИ, 2004.

10.13. Гулямов С.С. Некоторые проблемы защиты прав акционеров в Узбекистане // Сборник кафедральных чтений "Частное право: актуальные проблемы гражданского права". – Т.: ТГЮИ, 2005.

10.14. Диаковский А. Рынок ADR: практика, итоги, перспективы // Рынок ценных бумаг. –1997.– № 14.

10.15. Иконников А. Обеспечение прав инвесторов в АДР – варианты решения // Рынок ценных бумаг. – 2000.– № 4 (163).

10.16. Караходжаева Ш.Р. Раскрытие информации об акционерных обществах – важная гарантия защиты прав акционеров // Общественные науки в Узбекистане. – 2003. – №5.

10.17. Караходжаева Ш.Р. Внедрение международных стандартов раскрытия информации акционерными обществами в законодательство Республики Узбекистан // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №2.

10.18. Караходжаева Ш.Р. Ахборотларни ошкор қилиш. Бу соҳага доир қонунчилик муаммолари // Ҳаёт ва қонун. – 2004. – №6.

10.19. Караходжаева Ш.Р. Правовое значение информационной прозрачности в деятельности акционерных обществах // Тезисы докладов научно-практической конференции «Фуқаролик қонунчилиги: муаммо ва ечимлар». – Т.: ТГЮИ, 2004.

10.20. Ковалева Т., Трещев с. Депозитарные расписки: некоторые проблемы // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 5 (212).

10.21. Кузнецов С.Ю. Рынок ценных бумаг Германии // Деньги и кредит. – 1992. – №12.

10.22. Лазарева И.В. Депозитарные расписки – проблемы и пути решения // Финансы. – 2001. – № 3.

10.23. Пензин К. Современное состояние и тенденции развития мирового рынка биржевых опционных контрактов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 15.

10.24. Пензин К. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов. Стандартные биржевые контракты // Рынок ценных бумаг. – 2000. – №21 (180).

10.25. Рахманкулов Х.Р. О принципах корпоративного права // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. – №1.

10.26. Соловьев Д.В., Фролова И.А. Производная ценная бумага в законодательстве США и России. <http://www.custody.ru/>

10.27. Соловьев П. Современные тенденции в развитии биржевого рынка производных финансовых инструментов: преимущества и опасности // Срочный рынок. – №8(10). – 2004.

10.28. Стругацкий И. Риски неадекватного регулирования: регулирование российского фондового рынка в контексте мировых тенденций // Кредит Russia. – 2000. – №22.

10.29. Тарачев В.А., Азимова Л.В. Манипулирование и инсайдерская торговля на финансовых рынках: Обзор законодательства и тенденции регулирования. – 2000. <http://mirkin.eufn.ru/publications.htm>

10.30. Федер М., Уильямс Дж. Производные инструменты и внедрение в Центральной Европе системы взаимозачета при досрочном расторжении контракта // ЕБРР. Право на этапе перехода: финансовый рынок. – 1999.

10.31. Федоров Б.Г. Ценные бумаги (практические аспекты) // Деньги и кредит. – 1989. – № 6.

10.32. Хусанов Н. ГСКО – новый инструмент на рынке ценных бумаг Республики Узбекистана // Бизнес-вестник Востока. – 2004. – № 17.

10.33. Шулековский В. Надзор за финансовыми рынками в Германии // Банковский вестник. – 2002. – № 4.

11. Научные статьи на иностранных языках

11.1. Andrew Cornford. Internationally Agreed Principles for Corporate Governance and the Enron Case // Division on Globalization and Development Strategies – UNCTAD.

11.2. Armando R. Morales. Monetary Implications of Cross-Border Derivatives for Emerging Economies // International Monetary Fund Working Paper. – 2001. WP/01/58.

11.3. Myron S, Scholes Derivatives in Dynamic Environment. – Nobel Lecture, 1997.

11.4. Carpenter J., Remmers B. Executive Stock Option Exercises and Inside Information // New York University Working Paper. – 1999.

11.5. Carr J. Bettis, John M. Bizjak, Michael L. Lemmon. Insider Trading in Derivative Securities: An Empirical Examination of the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders // Social Science Research Network Electronic Library. – 1999.

11.6. Claessens S., Klingebiel D., Schmukler S.L. Explaining the Migration of Stock from Exchanges in Emerging Economies to International Centers // WIDER Discussion Paper. – 2002. – № WOP 94.

11.7. Cox J. C., Ingersoil J. E., Ross S. A.. The Relation between Forward Prices and Futures Prices. // Journal of Financial Economics.– 1981. – December.

11.8. Seyhun N. The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions // Journal of Law and Economics. – 1992. – № 35.

11.8. Roberth M. Heath. The Statistical Measurement of Financial Derivatives // International Monetary Fund Working Paper. – 1998. – WP/98/24.

12. Интернет ресурсы

12.1. <http://www.deponet.uz/> Государственный Центральный Депозитарий ценных бумаг Республики Узбекистан

12.2. <http://www.spc.gov.uz/> Госкомимущество Республики Узбекистан

12.3. <http://www.davinkom.uz/> Государственная Инвестиционная Фирма

Davincom

12.4. <http://www.iosco.org/> International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

12.5. <http://www.europe.eu/> Информационный портал ЕС

12.6. <http://www.imf.org/> Международный валютный фонд

12.7. <http://www.worldbank.com/> Мировой банк

128. <http://www.isda.org/> International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

12.9. <http://www.oecd.org/> Organization of Economic Cooperation Development (OECD)

12.10. <http://www.ebrd.org/> Европейский банк реконструкции и развития

12.11. <http://www.sec.gov/> US Securities Exchange Commission (SEC)

12.12. <http://www.uzse.com/> Республиканская фондовая биржа "Тошкент"

12.13. <http://www.uzex.com/> Республиканская товарно-сырьевая биржа

12.14. <http://www.cme.com/> Chicago Mercantile Exchange (CME)

12.15. <http://www.cbot.com/> Chicago Board of Trade (CBOT)

12.16. <http://www.nymex.com/> New York Mercantile Exchange (NYMEX)

12.17. <http://www.nybot.com/> New York Board of Trade (NYBOT)

12.18. <http://www.onechicago.com/> One Chicago

12.19. <http://www.liffe.com/> London International Financial Futures and Options Exchanges (LIFFE)

12.20. <http://www.londonstockexchange.com/> London Stock Exchange (LSE)

12.21. <http://www.lme.co.uk/> London Metal Exchange (LME)

12.22. <http://www.ipe.co.uk/> International Petroleum Exchange (IPE)

12.23. <http://www.nyse.com/> New York Stock Exchange (NYSE)

12.24. <http://www.ssrn.com/> Social Science Research Network Electronic Library

12.25. <http://www.fcfm.ru/> Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР)

12.15. <http://www.naufor.ru/> Национальная ассоциация участников фондового рынка РФ (НАУФОР)

12.16. <http://www.lexis.com/> Материалы судебной практики США

12.17. <http://www.custody.ru/>

- 12.18. <http://www.derivative.ru/>
- 12.19. <http://www.derivativesstrategy.com/>
- 12.20. <http://www.dowjones.com/>
- 12.21. <http://www.e-hedge.com/>
- 12.22. <http://www.fortune.com/>
- 12.23. <http://www.in-the-money.com/>
- 12.24. <http://www.glossary.ru/>
- 12.25. <http://www.gaap.ru/>
- 12.26. <http://www.law.harvard.edu/>
- 12.27. <http://www.lin.ru/>
- 12.28. <http://www.shares.com/>
- 12.29. <http://www.stormarket.com/>
- 12.30. <http://www.yurpractika.com/>

**МИНИСТЕРСТВО ЮСТИЦИИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН
ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЮРИДИЧЕСКИЙ
ИНСТИТУТ**

С.С.ГУЛЯМОВ

**ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА
ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ
УЗБЕКИСТАН**

Редактор: Б.Боймаматов
Технический редактор: Ж.Ниязимбетов
Верстка: О.Омонов

Подписано в печать 11.02.2013г.
Усл. печ.л.15., Тираж: 500. Заказ №_03/14.
Отпечатано в типографии «IMPRESS MEDIA».

ТАШКЕНТ – 2013



Гулямов Саид Саидахарович

В 1995-1998 гг. обучался в Великобритании, доктор юридических наук, профессор, главный редактор научного аналитического журнала «Обзор законодательства Узбекистана».

Автор более 100 научных работ, в частности таких книг как «Международное торговое право», «Япония – Узбекистан: законодательство и законотворческий процесс, система судопроизводства», «Корпоративное право», «Экономико-правовые проблемы привлечения иностранных инвестиций» и др., а также научных статей в сфере правового регулирования внешнеэкономической и инвестиционной деятельности, корпоративного права и управления, информационного права, инновационной деятельности и др.

Под научным руководством С.С.Гулямова подготовлены более 10 научных сотрудников – кандидатов и докторов наук.