

ДОКЛАД

О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы и на долгосрочную перспективу.

Введение

Задача развития рынка ценных бумаг всегда стояла в центре внимания Правительства Российской Федерации, как одна из приоритетных в комплексе мер государственной экономической политики. С 2006 года развитие рынка ценных бумаг и деятельность ФСФР России осуществляется в рамках Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы, утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации № 793-р от 1 июня 2006 года (далее – Стратегия). С принятием Стратегии были сформулированы среднесрочные рамки модернизации институтов и инструментов российского финансового рынка в условиях нарастания процессов глобализации мировой финансовой системы, роста интернационализации рынков ценных бумаг, трансграничных инвестиционных сделок и усиления конкуренции крупнейших мировых финансовых центров.

К началу 2008 года указанные тенденции приобрели особую остроту. Это наглядно проявляется на фоне ухудшения конъюнктуры мирового финансового рынка, обострения кризисных процессов, актуализации вопросов стратегического развития мировых финансовых центров, их экспансии в страны с развивающимися экономиками. Сложившаяся ситуация на мировых финансовых рынках, а также рост интереса международных финансовых институтов и фондовых бирж к российскому фондовому рынку требуют скорейшего завершения работ по реализации Стратегии, закрепления достигнутых в ходе реализации Стратегии результатов,

критического переосмысления отдельных ее положений и формулирования среднесрочных на 2008-2012 годы и долгосрочных до 2020 года мер по совершенствованию регулирования и развитию рынка ценных бумаг в Российской Федерации. В настоящее время уровень развития российского рынка ценных бумаг, сложившаяся нормативно-правовая база регулирования этого рынка, а также достигнутый уровень его развития позволяют сделать **вывод о наличии возможностей качественного повышения конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг и формирования на его основе самостоятельного мирового финансового центра.**

Согласно разворачивающимся в мире тенденциям число стран, где могут сохраниться и продолжать функционировать полноценные рынки ценных бумаг, постепенно сокращается. Есть основания полагать, что уже в ближайшее десятилетие сохраняющиеся немногочисленные национальные финансовые рынки будут приобретать форму мировых финансовых центров, а их наличие в той или иной стране будет одним из важнейших признаков конкурентоспособности экономик таких стран, роста их влияния в мире, обязательным условием их экономического, а значит и политического суверенитета. Поэтому обеспечение долгосрочной конкурентоспособности российского финансового рынка, формирование в России мирового финансового центра не может рассматриваться как сугубо «отраслевая» или «ведомственная» задача. Решение этой задачи должно стать важнейшим приоритетом долгосрочной экономической политики России.

Опорными элементами конкурентоспособности финансового рынка являются: капитализированная консолидированная **финансовая инфраструктура**; ёмкость финансового рынка, обеспечивающая растущие спрос и предложение инвестиционных ресурсов; **прозрачность** рыночных сделок и поведения участников рынка, способствующая минимизации инвестиционных рисков; **высокая степень управляемости** рынка, предполагающая сочетание добровольно соблюдаемых участниками рынка

правил и норм добросовестной практики и эффективное государственное регулирование и правоприменение; спланированный на долгосрочную перспективу и активно поддерживаемый **позитивный имидж** финансового рынка среди отечественных и международных инвесторов и эмитентов.

В соответствии с указанными элементами конкурентоспособности финансового рынка ФСФР России предлагает **двенадцать приоритетных задач**, решение которых нацелено на долгосрочное развитие российского финансового рынка и формирование в России одного из мировых финансовых центров:

консолидация и повышение капитализации российской финансовой инфраструктуры;

формирование благоприятного налогового климата для участников рынка ценных бумаг;

снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг;

создание широких возможностей для секьюритизации активов и эмиссии новых финансовых инструментов;

расширение спектра производных финансовых инструментов и развитие срочного рынка;

внедрение механизмов, обеспечивающих широкое участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций;

развитие коллективных инвестиций;

обеспечение эффективной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;

развитие и совершенствование корпоративного управления;

предупреждение и пресечение недобросовестной деятельности на финансовом рынке;

совершенствование регулирования на финансовом рынке;

формирование и продвижение положительного имиджа российского финансового рынка.

Указанные задачи могут быть решены в ходе реализации комплекса среднесрочных на период 2008-2012 годы и долгосрочных на период до 2020 года мер, перечень которых содержится в предлагаемом докладе. Доклад подготовлен в соответствии с планом заседаний Правительства Российской Федерации на первое полугодие 2008 года и содержит предложения по реализации приоритетных направлений развития финансового рынка, предусмотренных проектом Концепции социально-экономического развития Российской Федерации до 2020 года.

I. Предварительные итоги реализации Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы.

1.1. Показатели развития финансового рынка в 2006-2007 годах.

По объему капитализации российский финансовый рынок находится примерно на 12 месте в мире и у России есть все основания рассчитывать на то, чтобы в 2012 году войти в число 10, а к 2020 году 5 крупнейших по капитализации финансовых рынков мира. Достижению этих целей будет способствовать ряд важных тенденций, уже получивших свое развитие в последние годы.

В 2006-2007 году заметно возросла **роль финансового рынка в экономике**. Одним из важнейших международных показателей, иллюстрирующих такую роль, является соотношение капитализации рынка ценных бумаг и объемов ВВП. Этот показатель фактически измеряет пропорцию, в которой движение материального богатства государства отражается в стоимости финансовых активов. Также он отчасти свидетельствует об уровне развития рыночных принципов функционирования экономики, так как увеличение масштабов финансового рынка по отношению к «реальной экономике» косвенно отражает укрепление

механизмов формирования справедливых рыночных цен на составляющие национального богатства.

На протяжении длительного времени (1997 – 2004 гг.) соотношение капитализации фондового рынка и ВВП не превышало 20%. Согласно Стратегии к 2009 году соотношение капитализации к ВВП должно было составить 70%, но уже в 2007 году этот целевой показатель был превышен. Капитализация рынка акций на конец 2007 года составила 32,3 трлн. рублей при объеме ВВП почти 33 трлн. рублей. Таким образом, впервые в истории российского финансового рынка соотношение «капитализация/ВВП» вплотную приблизилось к 100%.

В 2007 году стоимость находящихся в обращении корпоративных облигаций по отношению к ВВП выросла до 3,7% (целевой показатель Стратегии на 2008 год – 4,5%)

Укрепление роли финансового рынка в экономике сопровождалось ростом объемов биржевых торгов, увеличением ликвидности российского финансового рынка, а также ростом обращений российских компаний к фондовому рынку как к источнику долгосрочных инвестиций.

Объем биржевой торговли акциями на российских биржах в 2007 году составил 31,4 трлн. рублей, то есть так же приблизился к уровню ВВП. Во многом такой рост был обусловлен расширением российскими компаниями практики привлечения инвестиций на фондовом рынке. Это, в свою очередь, в еще большей степени сказалось на показателях рыночной капитализации. Так, в течение 1997 – 2003 гг. увеличение курсовой стоимости обращающихся на рынке акций на 90%, а иногда на все 100% обеспечивало прирост совокупной капитализации рынка. Фактически приток на рынок новых ценных бумаг отсутствовал. В 2006 году уже свыше 30% прироста капитализации рынка ценных бумаг было обеспечено новыми эмиссиями, а в

2007 году новые эмиссии обеспечили почти 50% роста рыночной капитализации.

В результате за последние годы **возросла конкурентоспособность российского финансового рынка**. Так, с 2004 по 2007 годы удельный вес России в совокупной капитализации 48 крупнейших финансовых рынков мира возрос с менее чем 1% до 2,4%. При этом соотношение объемов сделок с российскими акциями на внутреннем и зарубежных рынках практически составило 70% на 30% в пользу внутреннего рынка. Согласно Стратегии достижение этой пропорции ожидалось в 2008 году. Таким образом, массового оттока ценных бумаг с российского рынка на зарубежные рынки не наблюдается. Вместе с тем, эти достижения пока крайне неустойчивы, и конкуренция мировых финансовых центров за право организовывать торговлю российскими активами существенно обострилась. В этих условиях необходимы значительные усилия по удержанию российских ценных бумаг на отечественных торговых площадках.

В 2007 году объем зарегистрированных ФСФР России выпусков эмиссионных ценных бумаг по номинальной стоимости составил 1889,3 млрд. рублей. Из них 626,7 млрд. рублей составили выпуски облигаций и 1262,6 млрд. рублей – акции. По открытой подписке было размещено соответственно акций на сумму 74,6 млрд. рублей и облигаций на сумму 616,4 млрд. рублей. Всего по открытой подписке размещено эмиссионных ценных бумаг на сумму 691 млрд. рублей, что эквивалентно 10% к величине инвестиций в основной капитал.

В то же время, по существующим оценкам рыночная стоимость публичного размещения акций в 2007 году приблизилась к 30 млрд. долларов или 740 млрд. рублей. Таким образом, объем капитала, привлеченного путем публичного выпуска акций и облигаций, может быть оценен в размере около 1360 млрд. рублей или более 21% от объема инвестиций в основной капитал (целевой ориентир Стратегии – 20% к 2008 году). С учетом размещения

еврооблигаций на зарубежных рынках (порядка 37 млрд. долларов США) соотношение объема капитала, привлеченного российскими компаниями посредством эмиссии ценных бумаг, и объема инвестиций в основной капитал превысило 35% (целевой ориентир Стратегии – 35-40% к 2008 году).

Таким образом, уже в 2007 году целевые ориентиры Стратегии были превышены.

Выпуски эмиссионных ценных бумаг в 2007 году	Акции*	Облигации	Всего
Открытая подписка, млрд. руб.	74,6	616,4	691
Закрытая подписка, млрд. руб.	550,6	10,3	560,9
Прочие**, млрд. руб.	637,4	-	637,4
Всего, млрд. руб.	1262,6	626,7	1889,3
Инвестиции в основной капитал (оценка 2007), млрд. рублей			6418,7

* по номинальной стоимости

** в т.ч.: распределение, конвертация, приватизация.

В последние годы наблюдается устойчивая тенденция **роста роли российского финансового рынка в процессе трансформации индивидуальных сбережений в инвестиции**. Об этом свидетельствует существенное расширение институтов коллективных инвестиций. По итогам 2007 года пайщиками паевых инвестиционных фондов являлись более 1640 тыс. человек. За год число пайщиков выросло на 12% при том, что число паевых фондов увеличилось более чем на 50%. Указанная пропорция между ростом численности пайщиков и паевых фондов свидетельствует о повышении конкуренции со стороны управляющих фондами за инвесторов и об опережающем расширении видов инструментов коллективного инвестирования. Это обеспечивает потенциально высокую емкость рынка таких услуг в России. На конец 2007 года в России действовало 1030 паевых инвестиционных фондов по сравнению с 642 фондами в 2006 году.

За прошедший год наиболее высокими темпами выросло число закрытых инвестиционных фондов недвижимости и открытых фондов акций. Активы закрытых фондов недвижимости за год выросли на 171%. Число открытых фондов акций увеличилось более чем на 90%, а объем их чистых активов – на 76%. Суммарный объем чистых активов действующих паевых инвестиционных фондов достиг 766,8 млрд. рублей. Прирост чистых активов за год составил 346,9 млрд. рублей, что примерно равно 17% от величины сбережений населения в 2007 году и превышает прирост величины сбережений за год.

Статистика паевых инвестиционных фондов	2006	2007*	Прирост (%)
Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов, млрд. руб., в том числе:	419,9	766,8	+82,6
закрытых фондов недвижимости, млрд. руб.	70,3	190,2	+170,5
открытых фондов акций, млрд. руб.	43,7	77,1	+76,4
Число пайщиков паевых инвестиционных фондов, в том числе:	1465996	1735878	+18,4
закрытых фондов недвижимости	2384	3616	+51,7
открытых фондов акций	142245	327063	+129,9
Денежные доходы населения, млрд. рублей	17267,3	21138,9	+3871,6*
Использовано денежных доходов населения на сбережения, млрд. рублей	3539,8	3762,7	+222,9*

* прирост в млрд. рублей

В 2007 году соотношение стоимости имущества, составляющего совокупные чистые активы инвестиционных фондов, а также пенсионных

накоплений и пенсионных резервов к ВВП увеличилось до 5% (целевой ориентир Стратегии на 2008 год – 6%).

Одновременно с развитием институтов коллективного инвестирования **ускорился процесс формирования розничных инвесторов на фондовом рынке**. За год число физических лиц, зарегистрированных в торговой системе Фондовой биржи ММВБ, возросло более чем в 2 раза с 199 тысяч до 417 тысяч человек. Соотношение численности физических лиц, непосредственно участвующих в сделках на фондовом рынке, и численности участников схем коллективного инвестирования возросло с 14 до 25% в пользу тех, кто готов напрямую совершать сделки с ценными бумагами.

Количество физических лиц, использующих различные способы участия на финансовом рынке	2006	2007*	Прирост (%)
Количество участников системы негосударственного пенсионного обеспечения, человек	6420700	6624500	+3,17
Число пайщиков паевых инвестиционных фондов, человек	1465996	1642149	+12
Количество физических лиц – уникальных клиентов торговой системы Фондовой биржи ММВБ	198973	417400	+110
Число физических лиц – уникальных клиентов торговой системы Фондовой биржи ММВБ к численности пайщиков паевых инвестиционных фондов, %%	13,6	24,8	-

Увеличение внутреннего спроса на российском финансовом рынке с одной стороны, расширение использования возможностей российского фондового рынка акционерными обществами для привлечения инвестиционных ресурсов создает более **устойчивую основу функционирования российского рынка ценных бумаг**, его большую **ориентированность на потребности национальной экономики** и **снижение относительной зависимости от конъюнктуры мировых**

финансовых рынков. Особенно наглядно рост относительной независимости российского рынка ценных бумаг от глобальных рынков проявился в конце 2007 – в начале 2008 годов. Хотя на определенном этапе глобального падения котировок мировых финансовых рынков аналогичная негативная динамика котировок наблюдалась и в России, тем не менее, впервые за последние 10 лет в отдельные периоды кризиса (декабрь 2007 – январь 2008) российские биржевые индексы не только снижались в меньшей пропорции, чем зарубежные индексы, но и росли вопреки общему падению мировых биржевых индексов.

1.2. Изменения в законодательстве о рынке ценных бумаг.

В период 2006-2007 годов динамичное развитие рынка ценных бумаг сопровождалось работой ФСФР России по дальнейшему совершенствованию нормативной правовой базы регулирования рынка ценных бумаг. В соответствии со Стратегией ФСФР России были утверждены ведомственные нормативные правовые акты и совместно с Минэкономразвития России, Минфином России, а также Банком России разработаны проекты федеральных законов, затрагивающие широкий перечень проблем развития финансовых институтов и инструментов.

В центре внимания ФСФР России были, прежде всего, вопросы **повышение конкурентоспособности Российского финансового рынка, бирж и торговых систем, в том числе посредством расширения спектра инвестиционных инструментов на российском финансовом рынке.**

Важным шагом стало создание регулятивной основы для выпуска Российских депозитарных расписок (РДР). Был подготовлен и принят Федеральный закон от 30.12.2006 № 282-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», а также в развитие положений этого закона утверждены соответствующие приказы ФСФР России. В дополнение к этому ФСФР России выступила с инициативой о допуске на Российский финансовый рынок иностранных ценных бумаг.

По мнению ФСФР России **допуск иностранных ценных бумаг** для размещения и обращения на российском рынке будет содействовать существенному расширению инвестиционных возможностей для российских финансовых институтов и граждан, приближению к ним таких финансовых инструментов, сдерживанию вывода инвестиционных средств за рубеж. Кроме этого, сделки с иностранными ценными бумагами на российском рынке будут содействовать гармонизации стандартов деятельности российских финансовых, депозитарных, учетных институтов и всей инфраструктуры финансового рынка со стандартами деятельности их зарубежных конкурентов. Все это создает условия расширения объема операций с финансовыми инструментами на российском рынке, концентрации на нем ликвидности, а, следовательно, повышения общей конкурентоспособности и роли российского рынка ценных бумаг в глобальной финансовой системе.

В развитие указанной идеи ФСФР России, совместно с Минэкономразвития России, Минфином России и Банком России разработала концепцию соответствующих изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», а также совместно с депутатами Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации проект указанного закона. После утверждения концепции закона Правительством Российской Федерации проект закона был внесен в Государственную Думу.

Для обеспечения совершения сделок с иностранными ценными бумагами в соответствии с требованиями российского законодательства ФСФР России был утвержден Приказ о квалификации иностранных ценных бумаг, создавший условия для легализации операций российских финансовых институтов с иностранными ценными бумагами. Данная мера обеспечила большую защиту прав инвесторов и иных участников рынка ценных бумаг при совершении таких операций.

В целях увеличения количества финансовых инструментов, обращающихся на финансовом рынке, а также упрощения процедур привлечения инвестиционных средств на рынке ценных бумаг российскими предприятиями ФСФР России создала нормативную базу для эмиссии выпусков **биржевых облигаций**. Соответствующие поправки в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» закреплены Федеральным законом № 138-ФЗ от 27.07.2006.

За последние годы важной тенденцией на рынке ценных бумаг стало расширение **операций с производными финансовыми инструментами**. Реальным импульсом для качественного роста объемов сделок с этими инструментами стали поправки в статью 1062 части второй Гражданского Кодекса Российской Федерации, принятые Федеральным законом № 5-ФЗ от 26.01.2007 и направленные на предоставление судебной защиты по срочным сделкам.

Также в соответствии со Стратегией Федеральным законом № 141-ФЗ внесены изменения в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах», направленные на **совершенствование регулирования эмиссии и обращения ипотечных ценных бумаг**. Одновременно ФСФР России была разработана необходимая нормативная правовая акты, регулирующие процедуру эмиссии и обращения облигаций с ипотечным покрытием.

В целях обеспечения доступности информации о ценных бумагах и прозрачности сделок с ними были разработаны изменения в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», направленные на **уточнение перечня существенных фактов деятельности акционерных обществ**, подлежащих публичному раскрытию. В частности, к числу таких фактов были отнесены данные, характеризующие обеспечение облигаций, информация об инсайдерских сделках с ценными бумагами и ряд других сведений.

В 2006-2007 году были разработаны нормативные правовые акты, обеспечившие расширение возможностей акционерных обществ по

привлечению инвестиционных средств на рынке акций путем **первичного размещения новых выпусков** (так называемое **ИРО**). В 2007 году по объему первичного размещения акций Россия вышла на одно из лидирующих мест в мире.

В указанный период ФСФР России были также разработаны и утверждены нормативные правовые акты, регулирующие процесс поглощений и вытеснений в акционерных обществах. В то же время накопленная правоприменительная практика показывает, что соответствующая законодательная база нуждается в пересмотре, в том числе в части функций и полномочий федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Так, действующие нормы законодательства не позволяют ФСФР России в должной мере обеспечивать защиту прав и законных интересов акционеров в ходе поглощений и вытеснений.

В целях укрепления конкурентоспособности российских торговых площадок, а также гибкого реагирования российских финансовых институтов и инвесторов на конъюнктуру мировых финансовых рынков были созданы правовые основы для **увеличения времени торгов на организованном рынке**. Нормы соответствующего приказа ФСФР России в долгосрочной перспективе открывают потенциальную возможность перехода российских биржевых площадок на круглосуточную торговлю ценными бумагами.

В соответствии со Стратегией была **активизирована работа по снижению административных барьеров на рынке ценных бумаг, а также по развитию саморегулирования** участников рынка. Стратегия, в частности, предусматривала возможность передачи саморегулируемым организациям (далее - СРО) отдельных полномочий по регулированию, которые в настоящее время осуществляются федеральным органом исполнительной власти в области финансового рынка. В развитие указанного положения Стратегии, а также в ходе реализации мероприятий Административной реформы ФСФР России утвержден административный

регламент проведения проверок участников финансового рынка. Регламент впервые предоставляет право Саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее – СРО) участвовать в таких проверках. Кроме этого расширены полномочия СРО в процессе лицензирования профессиональных участников финансового рынка. Это нашло закрепление в принятом ФСФР России соответствующем административном регламенте, в котором СРО было предоставлено право предварительной экспертизы документов участников рынка, а для организаций, чьи документы прошли такую экспертизу, вдвое сокращены сроки рассмотрения заявлений на лицензирование.

Одним из центральных вопросов в деятельности ФСФР России в 2006-2007 годах стало развитие **институтов коллективного инвестирования**. Важнейшим результатом работы по этому направлению являются подготовленные ФСФР России в тесном взаимодействии с Минэкономразвития России и Минфином России, а также депутатами Государственной Думы, масштабные изменения в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах». Соответствующий закон был принят Государственной Думой Федерального Собрания Российской Федерации в конце 2007 года. Эти изменения качественным образом перестраивают систему инвестирования с использованием механизмов паевых инвестиционных фондов. Благодаря исключению ряда законодательных ограничений деятельности управляющих компаний, закрепленный в законе механизм может использоваться для широкого привлечения в экономику стратегических инвестиций, в том числе путем создания венчурных фондов. Принятые изменения позволяют также создавать хеджевые фонды, расширить активы, в которые может инвестироваться имущество паевого инвестиционного фонда.

В рамках указанных изменений на законодательном уровне введено понятие «квалифицированный инвестор», что позволило устранить ранее

действующие ограничения при управлении активами паевых фондов, создаваемых для этой категории инвесторов.

Кроме этого, закон дополнен положениями, направленными на защиту неквалифицированных инвесторов, повышение прозрачности деятельности управляющих компаний, усиление надзора за их деятельностью со стороны ФСФР России. В настоящее время ФСФР России ведется работа по подготовке и принятию нормативных правовых актов, направленных на реализацию положений принятого закона.

В 2006-2007 годах была подготовлена целая серия нормативных правовых актов, направленных на расширение инвестиционных возможностей **негосударственных пенсионных фондов**. Прежде всего, было принято постановление Правительства Российской Федерации, утвердившее правила размещения средств пенсионных резервов НПФ. Также были разработаны правила размещения средств военной ипотеки.

Вместе с тем, работа над Стратегией не завершена и новые вызовы обостряющейся конкуренции на финансовых рынках, их глобализация требуют нового подхода к реализации ранее сформулированных задач, а также дополнения их новыми инициативами.

II. Основные задачи совершенствования регулирования и развития рынка ценных бумаг на среднесрочную и долгосрочную перспективу.

По состоянию на начало 2008 года отдельные важные положения Стратегии остаются не реализованными. Частично это объясняется наличием различных точек зрения по концептуальным, стратегическим направлениям развития финансового рынка как среди его участников, так и среди заинтересованных органов исполнительной власти. По ряду содержащихся в Стратегии задач могут быть выбраны альтернативные пути решения. В этой связи, в рамках основных направлений совершенствования регулирования рынка ценных бумаг, ФСФР России считает необходимым предусмотреть не

только более реалистичные сроки выполнения просроченных мероприятий Стратегии, но также подготовку согласованных концептуальных предложений по выбору наиболее оптимальных и эффективных путей развития российского рынка ценных бумаг. Представляется, что подготовка и согласование таких предложений существенно ускорит завершение работы по реализации важнейших положений Стратегии.

Целью совершенствования регулирования и развития рынка ценных бумаг на среднесрочную и долгосрочную перспективу является его превращение в важнейший фактор повышения конкурентоспособности Российской экономики. Это требует отладки рыночных механизмов привлечения инвестиций, обеспечивающих развитие инноваций и инфраструктуры, реализацию проектов по модернизации экономики, а также повышения эффективности исполнения государственных функций по защите прав и законных интересов участников финансового рынка, по предупреждению и предотвращению недобросовестной практики и нарушений законодательства на рынке ценных бумаг. Все это является основой формирования в России одного из ведущих мировых финансовых центров.

2.1. Консолидация и повышение капитализации российской финансовой инфраструктуры.

Развитие и консолидация биржевой, расчетно-депозитарной, клиринговой, учетной инфраструктуры российского финансового рынка является важнейшей задачей, решение которой предопределяет усиление конкурентоспособности российского финансового рынка и формирование в России мирового финансового центра. Решение этой задачи имеет среднесрочный и долгосрочный аспекты.

Развитие биржевой инфраструктуры

В среднесрочном плане необходимо определиться с концептуальными подходами в подготовке наиболее важных федеральных законов,

регулирующих основы организации и функционирования центрального депозитария, биржевых торгов, а также осуществления клиринговых расчетов.

Наиболее дискуссионным является вопрос о **создании центрального депозитария**. Проект соответствующего федерального закона принят Государственной Думой в первом чтении.

Существующая редакция закона вызывает острые споры среди участников финансового рынка. Более того, определенная незавершенность модели создания центрального депозитария, нашедшая отражение в проекте закона, косвенно спровоцировала конфликтность отношений между двумя основными российскими биржевыми группами ММВБ и РТС и, как следствие этого, между принадлежащими им расчетными депозитариями Национальным Депозитарным Центром (НДЦ) и Депозитарной Клиринговой Компанией (ДКК).

В течение второй половины 2007 года ФСФР России предприняла усилия по урегулированию конфликта, в результате чего вопрос о повышении капитализации ДКК был решен. Одновременно на законодательном уровне решен вопрос об акционировании НДЦ. Это приближает НДЦ и ДКК к требованиям, которым в соответствии с проектом закона должен отвечать центральный депозитарий. Тем не менее, вопрос о выборе модели центрального депозитария не может считаться решенным вследствие сохранения нескольких центров управленческого и финансового контроля биржевой инфраструктуры. По этой же причине сохраняется определенная дискуссионность проекта федерального закона **о биржах и организованных торгах**, принятого Государственной Думой в первом чтении. До сих пор не разработан проект федерального закона **о клиринге**.

Первым шагом на пути к созданию консолидированной биржевой инфраструктуры является выбор модели построения такой инфраструктуры финансового рынка, которая позволит сконцентрировать и направить на

дальнейшее повышение конкурентоспособности российского финансового рынка необходимые управленческие, технологические и финансовые ресурсы.

Такая модель, скорее всего, не будет точной копией той инфраструктуры, которая сложилась на мировых финансовых рынках. При выборе российской модели консолидированной биржевой инфраструктуры следует учитывать уже вполне сложившиеся связи и расстановку сил на российском рынке; наличие достаточно мощных и вполне эффективных крупных инфраструктурных институтов – регистраторов, депозитариев, в том числе расчетных депозитариев, клиринговых организаций; сложившиеся схемы контроля и управления инфраструктурой. С другой стороны, следует иметь в виду, что и на ведущих финансовых рынках отсутствует единообразие моделей инфраструктуры. Вместе с тем, наиболее выраженной тенденцией является **укрепление модели вертикальной интеграции инфраструктурных организаций.**

В России вопрос о какой-то единой модели построения инфраструктуры рынка ценных бумаг никогда системно не поднимался. Крупнейшие российские биржевые группы строились под задачи тех, кто становился их ключевыми владельцами и пользователями. Структура управления группы ММВБ представляет собой смешение горизонтальной и вертикальной интеграции. Группа РТС является в гораздо большей мере вертикально интегрированной. В 1999 году государством была предпринята попытка создать независимый от биржевых групп центральный депозитарий, что было закреплено постановлениями Правительства Российской Федерации «О мерах по созданию национальной депозитарной системы» № 741 от 10.07.1998 года и «О порядке предоставления центральным депозитарием – центральным фондом хранения и обработки информации фондового рынка документов, подтверждающих права на ценные бумаги, которые находятся на хранении либо права на которые учитываются в национальной депозитарной системе» № 291 от 16.03.1999 года. До

настоящего времени такой центральный депозитарий так и не заработал и остается созданным лишь на бумаге, хотя указанные постановления продолжают действовать.

В условиях исторически и объективно сложившихся в России двух крупнейших биржевых групп (РТС и ММВБ) не представляется разумным выбор «сервисной» модели центрального депозитария, когда центральный депозитарий не входит в биржевые группы, но при этом предоставляет биржам и участникам рынка соответствующие услуги по обслуживанию сделок с ценными бумагами. Скорее всего, интересы такой «сервисной» организации и её собственников будут направлены на получение доходов от обслуживания любого количества бирж. Не исключено, что для такой сервисной организации может быть наиболее удобным обслуживание универсальных по набору обращающихся ценных бумаг бирж и организаторов торговли (например, в силу однотипности услуг, возможности экономить издержки). Для рынка же это будет означать распыление ликвидности по нескольким торговым площадкам, что ослабляет рынок в целом. Поэтому необходима такая модель инфраструктуры, в которой бы все институты работали на общую цель капитализации рынка и повышения его ликвидности. Для этого нужен единый стратегический центр развития организованного рынка ценных бумаг в России, находящийся в тесной связке с ответственным государственным органом.

Целям формирования единого центра стратегического развития и обеспечения долгосрочной конкуренции организованного рынка ценных бумаг в России скорее отвечает вертикально интегрированная финансовая инфраструктура, предполагающая встроенность расчетно-депозитарных, клиринговых институтов в структуру биржевой группы.

Выбор модели биржевой инфраструктуры может быть сделан в рамках **Концепции развития инфраструктуры финансового рынка**, которая могла бы быть подготовлена ФСФР России и представлена в Правительство

Российской Федерации в **сентябре 2008** года. В рамках этой концепции необходимо будет определить предпочтительный вариант консолидации биржевой инфраструктуры, целесообразность введения на рынке института централизованного контрагента, отказа от предварительного депонирования денежных средств, гибкие сроки совершения расчетов (например, на третий день с момента совершения сделки), а также другие вопросы.

На основе такой концепции **в период с 2009 по 2010** год могли бы быть соответствующим образом доработаны проекты законов о центральном депозитарии, о биржах и организованных торгах, разработан закон о клиринге. Также в соответствии с концепцией могли бы быть проведены необходимые организационные процедуры, в том числе по объединению существующих институтов инфраструктуры, выстраиванию вертикально-интегрированной схемы контроля за этими институтами, их капитализации.

С учетом положений концепции **к 2011** году могла бы быть сформирована консолидированная биржевая инфраструктура Российского финансового рынка, включающая специализированные биржевые площадки, например, по сделкам с акциями, облигациями, по сделкам с производными финансовыми инструментами. Уже сейчас специализация фондовых бирж РТС и ММВБ достаточно четко определена.

Это позволит говорить об организационной готовности инфраструктуры финансового рынка к роли одного из мировых финансовых центров, обладающего достаточной степенью интеграции, капитализации и защищенности от возможных недружественных поглощений со стороны других вертикально-интегрированных биржевых структур, действующих на глобальном финансовом рынке.

С 2011 года может быть поставлен вопрос о дальнейшей капитализации российского биржевого холдинга путем публичного размещения его ценных бумаг. Возможно, что на первом этапе акции холдинга могли бы преимущественно приобретаться российскими

инвесторами, а в более отдаленной перспективе (**2013-2015 годы**), акции такого холдинга могли бы быть предложены международным инвесторам. С учетом уже имеющей сегодня оценочной стоимости фондовых бирж ММВБ и РТС, можно предположить, что к **2020 году** по своей капитализации единый российский биржевой холдинг вправе претендовать на одно из лидирующих мест в мире.

Развитие учетных институтов

В 2008 году целесообразно принять меры, направленные на увеличение капитализации регистраторов. В частности следует повысить требования к собственным средствам регистраторов, одновременно с расширением практики страхования рисков регистраторов. Также следует вводить дополнительные качественные требования к регистраторской деятельности при сокращении до необходимого минимума количественных требований.

Следует пересмотреть порядок определения тарифов на услуги регистраторов. При этом тарифы должны в большей степени отражать экономический смысл оказываемых ими услуг, а также реальные затраты регистраторов на оказание таких услуг. В качестве меры, направленной на увеличение доходов регистраторов, следует рассмотреть дополнительный перечень услуг, который бы могли предлагать регистраторы участникам рынка.

В 2009-2010 годах необходимо принять меры, направленные на повышение прозрачности деятельности регистраторов и исключение их участия в корпоративных конфликтах, особенно в пользу своих акционеров. Одним из шагов в этом направлении могло бы стать введение требования о раскрытии конечных бенефициариев регистраторов. В настоящее время существующие ограничения на долю одного акционера не защищают от установления полного контроля за регистратором. Следовало бы рассмотреть возможность отмены указанного ограничения при одновременном введении понятного и четкого порядка предотвращения конфликта интересов в

процессе деятельности регистратора. Представляется, что возможным решением могло бы быть наделение СРО дополнительными контрольными функциями в части принятия регистраторами, находящимися в собственности одного или нескольких крупных акционеров, мер по предотвращению конфликта интересов. В отношении регистраторов с одним или несколькими мажоритарными бенефициариями может быть введено, например, требование об обязанности членства в соответствующей СРО.

2.2. Формирование благоприятного налогового климата для участников финансового рынка.

Задача создания в России мирового финансового центра предполагает совершенствование налогообложения на финансовом рынке, без чего невозможно качественно повысить ликвидность рынка финансовых инструментов; повысить привлекательность долгосрочных инвестиций; расширить спектр инструментов, обращающихся на российском финансовом рынке, перечень операций и оказываемых услуг; создать условия для преимущественного развития организованного рынка финансовых инструментов.

В ряде случаев действующее в России налоговое законодательство не учитывает особенностей налогообложения отдельных видов финансовых операций. Его нормы в отношении финансового рынка не всегда имеют однозначного толкования, а в ряде случаев режим налогообложения на российском финансовом рынке оказывается более жестким, чем в других мировых финансовых центрах. В настоящее время необходимо принять меры, для того чтобы сделать налогообложение на российском финансовом рынке более привлекательным, чем налоговые режимы, существующие в странах, в которых действуют конкурирующие финансовые центры.

Прежде всего, в ходе совершенствования налогообложения на финансовом рынке необходимо устранить неясности, разночтения в толковании норм налогового законодательства, а также правовой вакуум в

налогообложении отдельных операций и участников рынка. Также следует принять меры, способствующие эффективной реализации норм действующего законодательства.

До конца 2008 года следует устранить неопределенность в применении норм налогового законодательства в отношении налогообложения налогом на прибыль операций, связанных с размещением РДР. Налоговое законодательство не содержит норм, устанавливающих порядок определения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль организаций для эмитентов РДР, а также эмитентов, представляемых ценных бумаг при размещении РДР, иные особенности налогообложения указанных операций. Это создает проблемы в размещении иностранных ценных бумаг в Российской Федерации.

Представляется целесообразным исключить из числа объектов налогообложения по налогу на добавленную стоимость операции, совершаемые управляющей компанией с имуществом паевого инвестиционного фонда. Придание управляющей компании инвестиционного фонда статуса плательщика НДС создает ряд проблем для управляющих компаний фондов недвижимости: невозможность зачета НДС уплаченного и НДС, полученного, в том числе при совершении операций с имуществом разных фондов, что увеличивает инвестиционные риски и искажает результаты расчета стоимости чистых активов указанных фондов.

Необходимо установить порядок налогообложения центрального контрагента, в качестве которого выступает клиринговая организация. В соответствии с таким порядком объектом налогообложения должен признаваться доход от оказания услуги центрального контрагента (комиссия за оказание клиринговых услуг). Особенностью деятельности центрального контрагента является то, что клиринговая организация выступает стороной по всем заключаемым на торгах сделкам, в том числе сделкам РЕПО. В настоящее время для целей налогообложения центральный контрагент

рассматривается как покупатель или продавец финансовых инструментов, что не отражает сути его деятельности, направленной на оптимизацию расчетов и управления рисками. Потребность в такой деятельности на рынке крайне высока. Действующее же налоговое регулирование затрудняет внедрение указанного института.

Кроме того, снижению общего уровня рисков и повышению уровня надежности российского организованного рынка финансовых инструментов будет способствовать установление четкого порядка налогообложения при формировании и использовании страховых и гарантийных фондов.

Требуется уточнение налогового законодательства, в части налогообложения производных финансовых инструментов. Следует определить порядок налогообложения НДС при поставке базового актива в рамках срочной сделки, хеджевых сделок и производных инструментов, не предусмотренных в действующей редакции Налогового кодекса. В части налога на доходы физических лиц при операциях с производными инструментами целесообразно:

унифицировать порядок формирования налоговой базы для биржевых и внебиржевых производных инструментов с любыми базовыми активами, взяв за основу действующий порядок налогообложения для производных инструментов, базисным активом которых являются ценные бумаги;

предусмотреть возможность уменьшения доходов по операциям с ценными бумагами на размер убытков, полученных по производным инструментам с соответствующими базовыми активами.

В части налога на прибыль предлагается предусмотреть особенности формирования налоговой базы по сделкам с производными инструментами по аналогии с порядком, действующим для профессиональных участников рынка ценных бумаг по операциям с ценными бумагами. Кроме этого, потребуется доработка положений главы 25 Налогового кодекса в части формирования налоговой базы при приобретении базисного актива путем

поставки по поставочному производному инструменту, а также при переоценке позиций по производным инструментам, не обращающимся на организованном рынке. Необходимо уточнение требований к сделкам хеджирования для страхования рисков одновременно по нескольким базовым активам, а также использование пула сделок с производными для страхования рисков по одному базовому активу.

Требуется уточнение налогообложения налогом на прибыль организаций и налогом на добавленную стоимость операций с закладными, выпускаемыми в обеспечение ипотечных кредитов. Учитывая неоднозначность правоприменительной практики, представляется целесообразным четко закрепить за операциями с закладными режима налогообложения, установленного для ценных бумаг. Также необходимо определить порядок налогооблагаемой базы по налогу на прибыль организаций по пулу закладных. Данное предложение является крайне актуальным для кредитных организаций, выдающих ипотечные кредиты.

Необходимо совершенствование действующего механизма налогового контроля за соответствием фактических цен сделок с ценными бумагами рыночным (расчетным) ценам. В частности, следует уточнить определение рыночной цены и скорректировать срок, в течение которого применяется значение рыночной цены, сложившейся в прошлом, для ценных бумаг, которые не имеют соответствующих рыночных цен на момент расчета. В настоящее время в отсутствии рыночной цены используется стоимость, которая сформировалась в течение календарного года. Как правило, такая цена очень существенно отличается от реальной оценки ценной бумаги.

Следует предоставить налогоплательщикам право использовать для расчета налогооблагаемой базы по налогу на прибыль организаций цены, которые сложились не только на организованных рынках, но и получены из иных источников, например, на основании котировок в соответствующих информационных системах, таких как Reuters, Bloomberg, а также публичные котировки дилеров. Это важно для расширения операций с ценными

бумагами с низкой биржевой ликвидностью, для которых реальная рыночная цена формируется на внебиржевом рынке.

Предлагается рассмотреть вопрос об отказе от использования оценки ценных бумаг, не обращающихся на организованном рынке, на основе цен на аналогичные обращающиеся ценные бумаги. По сути, каждая ценная бумага является уникальной, так как выпущена различными эмитентами, поэтому критерий адекватности зачастую неприменим.

В 2009 году предполагается уточнить порядок формирования налоговой базы для отдельных категорий инвесторов и участников рынка и предусмотреть снижение ставок налога на доходы от инвестиций в ценные бумаги до нулевой ставки.

В части формирования налоговой базы указанные участники рынка должны также иметь возможность уменьшать свою налоговую базу по налогу на прибыль организаций, налогу на доходы физических лиц на суммы убытков, полученных от операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами

На первом этапе, предполагается распространить указанные преимущества, прежде всего, на физических лиц, и на институциональных инвесторов (кредитные организации, страховые компании, дилеров на рынке ценных бумаг, акционерные инвестиционные фонды), совершающих операции за свой счет.

В последующем приведенный режим налогообложения налогом на прибыль организаций может быть распространен и на иные юридические лица. Эта мера приведет к перемещению на российский рынок операций не только с российскими финансовыми активами, но и с финансовыми активами других стран (в первую очередь, стран СНГ и Восточной Европы).

Необходимо синхронизировать внесение изменений в законодательство о ценных бумагах в части регулирования секьюритизации финансовых

активов с корректировкой порядка налогообложения операций по уступке прав требования долга.

Необходимо закрепить в налоговом законодательстве положение, в соответствии с которым осуществление физическими лицами операций с финансовыми инструментами и ценными бумагами с привлечением профессионального посредника (кредитной организации, профессионального участника рынка ценных бумаг) не должно обуславливаться требованием получения статуса индивидуального предпринимателя.

К 2010 году необходимо устранить правовую неопределенность в отношении порядка налогообложения операций иностранных организаций с ценными бумагами в зависимости от структуры активов эмитента ценных бумаг. В соответствии с требованиями налогового законодательства доходы от реализации акций (долей) российских организаций, более 50 процентов активов которых состоят из недвижимого имущества, находящегося на территории Российской Федерации, а также финансовых инструментов, производных от акций (долей), относятся к доходам иностранной организации от источников в Российской Федерации и подлежат обложению налогом, удерживаемым у источника выплаты доходов. При этом доходы от реализации ценных бумаг или производных от них финансовых инструментов на иностранных биржах не признаются доходами от источников в Российской Федерации, что стимулирует обращение российских ценных бумаг за рубежом.

Таким образом, **к началу 2010 года** должны быть созданы основные контуры благоприятного и конкурентоспособного режима налогообложения операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами на российском финансовом рынке.

2.3. Снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг.

В последнее время ФСФР России предприняла ряд шагов с целью упрощения процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг, что стало одним из важнейших условий динамичного роста объемов операций с ценными бумагами на российском рынке. Вместе с тем, данная работа не завершена.

До завершения 2008 года необходимо внести уточнения в регулирование процедур эмиссии биржевых облигаций. В настоящее время развитие этого инструмента отчасти сдерживается тем, что круг лиц, имеющих право осуществлять эмиссию таких ценных бумаг, ограничен. Следует предоставить право выпускать биржевые облигации и тем эмитентам, чьи облигации уже включены в котировальный список фондовой биржи.

Следует упростить процедуру эмиссии ценных бумаг, в случаях, когда размещенные ценные бумаги конвертируются в ценные бумаги с тем же объемом прав и с сохранением доли акционеров в уставном капитале (увеличение номинальной стоимости акций или дробление акций). В этом случае предлагается отказаться от процедуры государственной регистрации выпуска, предусмотрев возможность внесения изменений в ранее утвержденное решение о выпуске, а также отказаться от государственной регистрации отчета об итогах выпусков акций.

В упрощении нуждается процедура эмиссии ценных бумаг акционерных обществ, чьи акции уже включены в котировальный список. В частности, для государственной регистрации дополнительного выпуска акций или выпуска облигаций таких эмитентов, в случае публичного размещения ценных бумаг, необходимо ввести уведомительный порядок регистрации выпуска и проспекта ценных бумаг. Кроме этого, назрела необходимость сократить объем информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, с учетом того, что такие эмитенты раскрывают информацию ежеквартально. При этом предполагается, что контроль за размещением

ценных бумаг будет осуществляться профессиональными участниками, оказывающими услуги по размещению, или биржами.

Следует не только стимулировать эмитентов к увеличению размещения ценных бумаг на российских биржах, но и рассмотреть вопрос об изменении пропорций размещения ценных бумаг в России и за ее пределами в пользу российского рынка.

Планируется разработать предложения по увеличению количества ценных бумаг российских акционерных обществ, находящихся в свободном обращении (free-float). По имеющимся оценкам в 2007 году в Бразилии в свободном обращении находилось в среднем около 42% акций, выпущенных акционерными обществами, в Индии – 33%, в Китае – 27%. В России по различным оценкам этот показатель находится в интервале 20-30%, что не может считаться достаточным для рынка, претендующего на лидирующие позиции в мире. Необходимо стремиться к тому, чтобы уже в ближайшее 2-3 года свободное обращение ценных бумаг в России достигло не менее 40-50%.

Следовало бы путем изменения соответствующих нормативных актов ввести понятие, эквивалентное термину «free-float», и установить его количественные и качественные значения, соответствующие стратегическим целям развития российского финансового рынка. На основе этого можно было бы определять пропорции и требования, касающиеся обращения ценных бумаг и сделок с ними со стороны участников рынка ценных бумаг. В частности, было бы целесообразным ввести гибкие пропорции выпуска и обращения ценных бумаг на российских и зарубежных площадках, ограничивающие возможность выхода за рубеж компаний с низкой долей акций, находящихся в свободном обращении, но создающих более льготный режим выхода для компаний с наибольшим количеством свободно обращающихся акций. При этом нужно будет четко определить процедуры предложения ценных бумаг международным и отечественным инвесторам. В

рамках этого потребуются дополнительное регулирование ответственности профессиональных участников финансового рынка, оказывающих услуги по эмиссии и размещению ценных бумаг, выработка механизмов контроля, в том числе с участием СРО, за долей ценных бумаг, находящихся в обращении, за механизмом предложения ценных бумаг в России и за рубежом.

Необходимо завершить работу над проектом федерального закона, предусматривающего:

пересмотр ограничений для хозяйственных обществ при формировании уставного капитала;

способов защиты прав кредиторов при уменьшении уставного капитала;

изменение требований к хозяйственным обществам в случае несоответствия уставного капитала стоимости чистых активов, а также ограничений, связанных с осуществлением хозяйственными обществами эмиссии облигаций.

В результате принятия этого закона будет установлен исчерпывающий перечень случаев и условий, при которых допускается оплата уставного капитала общества, в том числе его дополнительных акций, путем зачета требований. Так, например, оплата дополнительных акций общества, не являющегося кредитной организацией, путем зачета денежных требований будет возможной в случае, если акции размещаются путем закрытой подписки. Предлагается рассмотреть возможность отказа от существующих ограничений, связанных с осуществлением хозяйственными обществами эмиссии облигаций с ипотечным покрытием.

В 2009 году необходимо решить существующие проблемы правовой регламентации процедуры государственной регистрации выпусков ценных бумаг в ходе реорганизации акционерных обществ. В настоящее время государственная регистрация выпусков ценных бумаг, размещенных при

реорганизации, осуществляется после уже состоявшейся реорганизации и размещения ценных бумаг, в результате чего регистрирующий орган лишен возможности предотвратить нарушения, которые были допущены в ходе эмиссии, главным образом, нарушения прав инвесторов. В этой связи целесообразно ввести процедуру, в соответствии с которой документы для государственной регистрации выпуска ценных бумаг акционерного общества, размещаемых при реорганизации, будут представляться в регистрирующий орган до государственной регистрации акционерного общества, создаваемого в результате реорганизации. При этом государственная регистрация соответствующих выпусков ценных бумаг вступит в силу с даты государственной регистрации акционерного общества.

Также действующее законодательство не содержит реального механизма позволяющего в процессе реорганизации перевести обязательства по выпущенным облигациям на юридическое лицо – правопреемника без нарушения прав всех владельцев облигаций и с учетом экономических интересов реорганизуемых эмитентов. В связи с чем, на законодательном уровне следует предусмотреть специальный порядок перехода обязательств по облигациям реорганизуемой организации к ее правопреемнику.

Необходимо сформировать эффективное правовое регулирование, обеспечивающее обращение на российском рынке широкого спектра финансовых инструментов. В настоящее время наиболее отлаженным является регулирование ценных бумаг. Вместе с тем, в отношении иных финансовых инструментов такая детальная регламентация отсутствует. Появление на российском рынке новых финансовых инструментов требует решения следующих вопросов:

учет прав на финансовые инструменты, не являющиеся ценными бумагами и их обращение по правилам учета и обращения ценных бумаг;

распределение рисков, связанных с деятельностью посредников на рынке финансовых инструментов;

защита прав владельцев финансовых инструментов.

Кроме этого, необходимо предусмотреть процедуру квалификации таких финансовых инструментов с точки зрения их возможности приобретения и обращения среди неквалифицированных инвесторов, а также порядок раскрытия информации о таких финансовых инструментах.

К 2010 году целесообразно ввести в практику либеральную процедуру государственной регистрации выпусков ценных бумаг инновационных, наукоемких предприятий. Как правило, новые быстро растущие компании особо рискованны для населения и других групп консервативных инвесторов. Вместе с тем, ценные бумаги таких эмитентов могут быть привлекательны для отдельных групп квалифицированных инвесторов.

В целом представляется необходимым создать возможность для появления организованного рынка ценных бумаг для квалифицированных инвесторов. Для этого потребуются снять существующие ограничения для допуска бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, к обращению на организованном рынке. Кроме того, обращение таких бумаг может быть локализовано на «отдельных» площадках, доступ к которым смогут получить только квалифицированные инвесторы.

Помимо этого необходимо снизить издержки выхода на организованный рынок венчурных и инвестиционных компаний. Для этого необходимо ввести уведомительный порядок регистрации выпусков ценных бумаг, если они предлагаются неограниченному кругу квалифицированных инвесторов, а также сократить объем информации в проспектах до минимума, необходимого для принятия инвестиционного решения квалифицированным инвестором. Одновременно с этим необходимо отказаться от регистрации отчета об итогах выпуска, а также предусмотреть специальный режим раскрытия информации по таким ценным бумагам.

Предложенные меры позволят эмитентам высоко рискованных ценных бумаг, с одной стороны, получить необходимые инвестиции, а с другой, –

опыт и рыночную оценку своих ценных бумаг для последующего выхода на открытый рынок.

В 2010 - 2011 годах необходимо завершить унификацию требований к эмиссиям ценных бумаг различных юридических лиц.

В настоящее время для эмитентов, не являющихся кредитными организациями и осуществляющими публичное размещение ценных бумаг (IPO) действует уведомительный порядок отчетности об итогах эмиссии на акции и ценные бумаги, конвертируемые в акции. Введение такого порядка привело к существенному увеличению эмиссионной активности крупных российских акционерных обществ и обеспечило приток непосредственно в производственную сферу значительных инвестиционных средств. Однако этот порядок не распространяется на ценные бумаги кредитных организаций, что ограничивает число публичных выпусков акций банками. В настоящее время в Государственной Думе в первом чтении уже принят законопроект, которым предполагается уравнивать статус кредитных организаций со статусом иных организаций в части предоставления уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

В дополнение к этому целесообразно распространить имеющиеся в отношении кредитных организаций ограничения по составу имущества, вносимого в оплату уставного капитала при его формировании, на такие финансовые организации как профессиональные участники рынка ценных бумаг, инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды.

Также следует определить единый федеральный орган исполнительной власти, уполномоченный осуществлять государственную регистрацию выпусков ценных бумаг. Для этого будет необходимо внести соответствующие изменения в действующее законодательство, не только в части компетенции по выполнению указанной функции, но и в части унификации требований к юридическим лицам, осуществляющим эмиссию ценных бумаг.

К 2012 году необходимо разработать и ввести в действие нормативные требования, обязывающие акционерные общества, включая кредитные организации, являющиеся дочерними предприятиями зарубежных компаний, осуществлять публичное размещение акций на российском финансовом рынке по истечении трехлетнего периода с момента организации. Возникновение такой обязанности должно быть, например, обусловлено положительным заключением независимых инвестиционных экспертов о возможности эмиссии ценных бумаг такими обществами.

2.4. Создание широких возможностей для секьюритизации активов и эмиссии новых финансовых инструментов.

В условиях обострения кризисных процессов на мировых финансовых рынках, а также, учитывая необходимость сохранения ликвидности российской финансовой и банковской системы на уровне, способном обеспечить увеличивающийся в условиях экономического роста спрос предприятий на финансовые ресурсы, сохраняет актуальность разработка основ правового регулирования в сфере секьюритизации финансовых активов.

В 2008 году должны быть приняты подготовленные в соответствии со Стратегией проекты федеральных законов «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» и «Об особенностях обеспечения исполнения финансовых обязательств». Указанные проекты законов содержат ряд универсальных норм, которые могут быть использованы не только в процессе секьюритизации активов, но и в процессе совершения иных операций на финансовом рынке. В частности, предусмотрены такие механизмы повышения кредитного качества, как залоговые и номинальные банковские счета, вводится институт общего собрания владельцев облигаций, расширяется возможность использования субординирования выпускаемых ценных бумаг не только для облигаций с ипотечным покрытием, но и в отношении других видов облигаций.

В 2009 году потребуется разработка и утверждение целого ряда нормативных правовых актов, направленных на реализацию соответствующих законов о секьюритизации активов.

Также целесообразно разработать нормативную базу для выпуска специальных финансовых инструментов, позволяющих обеспечивать привлечение инвестиционных ресурсов в долгосрочные проекты по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной, социальной инфраструктуры, реализуемые в формате государственно-частного партнерства – инфраструктурных облигаций. Такие облигации могли быть обеспечены активами, создаваемыми в рамках проекта, постоянными платежами за пользование инфраструктурными объектами, а также иметь различные сроки обращения.

Для максимально эффективного использования данного инструмента потребуются изменения действующего законодательства, направленные на защиту прав кредиторов по таким облигациям. Необходимо создание соответствующей нормативной правовой базы для инвестирования в такие облигации средств кредитных организаций, а также долгосрочных средств пенсионных накоплений, в том числе аккумулируемых Пенсионным Фондом Российской Федерации, средств пенсионных и паевых фондов.

2.5. Расширение спектра производных финансовых инструментов и развитие срочного рынка.

Рынок производных финансовых инструментов позволяет выявить и распределить риски, а также создает условия формирования справедливых цен на базисные активы. Важнейшим недостатком действующей системы регулирования производных финансовых инструментов и срочного рынка остается несовершенство налогового законодательства. Соответствующие изменения налогового законодательства указаны выше.

Помимо налогообложения фактором, сдерживающим развитие рынка производных финансовых инструментов, является отсутствие правовой

определенности в отношении порядка исполнения обязательств по срочным сделкам, например, в случае неплатежеспособности одного из ее участников или в иных в случаях, когда надлежащее исполнение срочных сделок оказывается невозможным. В результате инструменты, призванные страховать риски на финансовом рынке, сами становятся источниками повышенного риска, что в еще большей степени увеличивает рискованность операций на российском финансовом рынке и снижает его конкурентоспособность.

В 2008 году необходимо законодательно определить возможность заключения участниками срочного рынка соглашений о неттинге. В настоящее время ФСФР России подготовлены концепция и проект соответствующего законодательного акта.

Ряд проблем российского срочного рынка связан с сегментацией его регулирования по базовому активу и отсутствием единого государственного органа, к компетенции которого относятся регулирование, контроль и надзор. В результате отсутствует целостная система мониторинга на соответствующих рынках. Представляется необходимым закрепить за федеральным органом исполнительной власти в сфере финансовых рынков регулирование, контроль и надзор на рынке производных финансовых инструментов независимо от того, какие базовые активы являются их основой.

Также **до завершения 2008 года** необходимо установить требования по обязательному мониторингу бирж за нестандартными срочными сделками, что позволит своевременно выявлять случаи манипулирования и совершения инсайдерских сделок на срочном рынке.

В 2008 - 2009 годах необходимо завершить формирование условий рыночного ценообразования на важнейшие для российской экономики товары (например, энергоносители, зерно, металлы, строительные материалы). Для того чтобы товаропроизводители и потребители таких

товаров шире использовали механизмы срочного рынка, необходимо установить, что цены биржевых срочных контрактов на поставку того или иного товара являются рыночными, в том числе для целей расчета налогов. Кроме того, необходимо создать регулирование биржевых складов и стимулировать их быстрое создание. Следует также разработать программу по разъяснению экономическим агентам возможностей срочного рынка для снижения рисков изменения цен товаропроизводителей и потребителей.

2.6. Внедрение механизмов, обеспечивающих широкое участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций.

Постоянное и осмысленное участие населения на финансовом рынке является одним из признаков не только повышения уровня жизни в стране, но и показателем определенной зрелости финансового рынка, обеспечивающего трансформацию индивидуальных сбережений в необходимые экономике инвестиции. Это свидетельствует и о росте знаний населения о финансовом рынке, о понимании им основных принципов функционирования рынка, включая оценку соответствующих экономических и иных рисков. Государственное регулирование в этой области должно быть направлено на усиление элементов сознательного поведения розничных инвесторов, их защиту, создание условий снижения рисков индивидуальных инвестиций, исключение спонтанности, необдуманного риска и азарта, обычно сопутствующих ранним стадиям развития рынка ценных бумаг и инвестиционной активности населения.

Повышение интереса населения к финансовому рынку и стимулирование инвестирования на финансовом рынке индивидуальных сбережений обеспечивается рядом мер, в том числе в области совершенствования налогообложения, о чем сказано выше.

Важным средством стимулирования участия розничных инвесторов на финансовом рынке могут стать компенсационные и страховые схемы. В соответствии со Стратегией уже **к концу 2008 года** должна быть завершена

работа над проектом федерального закона «О компенсациях гражданам на рынке ценных бумаг».

В соответствии с этим проектом предполагается установить круг лиц, в отношении которых будут действовать компенсационные механизмы, юридическую форму, статус и требования к управлению компенсационными схемами; порядок формирования имущества компенсационных фондов, требование об обязательном участии в компенсационных схемах участников финансового рынка, требования к компенсационным выплатам. Также в целях защиты инвесторов, следует урегулировать вопросы исключения участников финансового рынка из числа участников компенсационных схем, порядок защиты прав их клиентов в этом случае, осуществление государственного контроля и надзора за деятельностью компенсационных механизмов, в том числе необходимые полномочия контролирующего органа.

Эта система должна быть построена на принципах обязательного страхования, предполагающего по аналогии с механизмом страхования банковских вкладов нормативные отчисления средств профессиональными участниками рынка ценных бумаг, например, в Агентство по страхованию вкладов. Это потребует расширения функций указанного агентства.

В дополнение к обязательной компенсационной системе необходимо создать условия для формирования добровольных компенсационных и страховых схем, например, путем создания страховых фондов СРО профессиональных участников финансового рынка. Участие финансового института в таких схемах, должно обязательно доводиться до сведения розничных клиентов при привлечении их денежных средств на финансовый рынок. Этот порядок будет одним из способов сокращения числа компаний, незаконно привлекающих средства граждан.

Требует пересмотра и установления более жестких норм процесс распространения рекламы розничных финансовых услуг. При этом

целесообразно установить возможность социальной рекламы в средствах массовой информации, предупреждающей о недобросовестной деятельности на рынке ценных бумаг и информирующей о том, что нужно знать любому гражданину при инвестировании своих средств на финансовом рынке через тех или иных посредников. Такой набор правил может быть подготовлен ФСФР России до конца 2008 года.

В 2009 - 2010 годах необходимо разработать эффективное нормативное регулирование порядка предложения финансовых услуг розничным клиентам. В частности, требуют детальной регламентации правила обработки и исполнения клиентских поручений, отчетности. Следует определить рамки предоставления розничным инвесторам таких услуг с повышенным риском, как совершение маржинальных и срочных сделок.

Кроме этого, с целью защиты прав и законных интересов розничных инвесторов необходимо урегулировать вопросы, связанные с установлением гражданско-правовой и административной ответственности лиц, оказывающих розничные услуги на финансовых рынках, прежде всего в тех случаях, когда услуги предоставляются через удаленных агентов, посредников, представителей.

Необходимо создание жестких и эффективных правовых и организационных барьеров, совершенствование правоприменительной практики правоохранительных органов, в том числе при участии СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг, препятствующих безлицензионной деятельности по привлечению денежных средств населения.

2.7. Развитие коллективных инвестиций.

В 2008 – 2009 годах путем утверждения нормативных правовых актов ФСФР России должны быть приняты решения, направленные на достижение следующих целей:

создание новых видов инвестиционных фондов, ориентированных на инвестирование в приоритетные сектора экономики – фондов прямых инвестиций;

расширение перечня финансовых инструментов для инвестирования средств институтов коллективных инвестиций, включая иностранные ценные бумаги;

введение системы управления рисками при совершении срочных сделок институтами коллективного инвестирования;

совершенствование контроля за сохранностью средств коллективного инвестирования со стороны специализированного депозитария.

Также необходимо выработать меры по регулированию конфликта интересов управляющего и инвестора. Необходимо установить требования к организационной структуре управляющего активами, в том числе к организации системы внутреннего контроля, а также к внутренним правилам и процедурам управляющего. Должны быть регламентированы взаимоотношения управляющего активами с иными участниками рынка при распоряжении активами схем коллективного инвестирования. Следует установить такие требования к деятельности управляющих компаний, которые позволяют исключить возможность увеличения личного дохода их сотрудников за счет недобросовестных операций со средствами участников схем коллективного инвестирования.

Одновременно в разрешении конфликтов интересов управляющего и инвестора должна быть усилена роль СРО. В этой связи целесообразно возложить на СРО обязанность устанавливать по согласованию с ФСФР России стандарты профессиональной этики для управляющих активами, при усилении внимания регулятора за соблюдением указанных стандартов.

ФСФР России полагает, что регулирование конфликта интересов и подходы к такому регулированию необходимо осуществлять не только в отношении управляющих компаний паевыми инвестиционными фондами, но

и в отношении управляющих ценными бумагами, брокеров и иных профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В части деятельности негосударственных пенсионных фондов особое внимание следует уделить развитию института администраторов негосударственных пенсионных фондов. Предусмотренная в действующем законодательстве возможность формирования СРО администраторов НПФ должна быть реализована на практике.

Развитие института администраторов должно способствовать постепенному разделению некоммерческой составляющей, социальных функций и бизнес-функции негосударственного пенсионного обеспечения, что в свою очередь должно привести к концентрации бизнес-функции и минимизации издержек по управлению НПФ. В целом это может привести к увеличению привлекательности НПФ и повышению доходности их активов, что дополнительно усилит социальную защиту граждан.

До завершения 2009 года должны быть полностью унифицированы требования к объединению средств учредителей доверительного управления и их совместному инвестированию. В настоящее время объединение средств возможно в рамках инвестиционных, паевых инвестиционных фондов, отчасти НПФ, а также по особым правилам такое объединение осуществляется в рамках общих фондов банковского управления (далее – ОФБУ), создаваемых кредитными организациями.

В настоящее время в отличие от институтов коллективного инвестирования деятельность ОФБУ не имеет единого регулирующего центра. Так, Банк России определяет организацию ОФБУ, ФСФР России определяет порядок доверительного управления ценными бумагами, которые, как правило, входят в состав активов ОФБУ. При этом отсутствие отдельного закрепления на законодательном уровне правил объединения средств участников ОФБУ создает зыбкую правовую почву для дальнейшего существования указанного института, несет в себе риск для инвесторов и

порождает межведомственные конфликты. В целях решения указанной проблемы необходимо, во-первых, ограничить возможность объединения средств инвесторов только в рамках институтов коллективных инвестиций, во-вторых, расширить, в том числе за счет широкого спектра нефинансовых активов перечень имущества, составляющего схемы коллективного инвестирования; в-третьих, расширить виды услуг для розничных инвесторов в рамках индивидуальных договоров доверительного управления.

С участием СРО необходимо формировать централизованные информационные системы раскрытия информации об институтах коллективного инвестирования и анализа их деятельности.

К 2010 году в целях увеличения рынка инструментов коллективного инвестирования и повышения ликвидности таких инструментов необходимо создание централизованной системы клиринга и расчетов по сделкам обращения, выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев.

Также целесообразно решить вопрос об использовании в расчетах и платежах тех денежных средств, которые учитываются на счете инвестора в отдельных категориях паевых инвестиционных фондов, прежде всего, в состав активов которых входят ликвидные и краткосрочные инвестиционные инструменты.

2.8. Обеспечение эффективной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг.

Система раскрытия информации включает правила и процедуры, как устанавливаемые государством, так и вырабатываемые на добровольной основе участниками финансового рынка, а также соответствующие институты и организации.

В 2008 году необходимо разработать поправки в действующее законодательство о рынке ценных, направленные на формирование института инвестиционных консультантов.

Следует обеспечить правовую основу деятельности рейтинговых агентств, а также предусмотреть возможности более широкие возможности использования рейтингов при осуществлении регулирования деятельности финансовых посредников и управляющих компаний.

Необходимо определить требования и процедуры более детального раскрытия структуры собственности российских акционерных обществ, прежде всего, информации о лицах, являющихся конечными выгодоприобретателями (конечных бенефициарах) акций компаний. Опыт осуществленных российскими компаниями IPO показывает, что многие эмитенты уже готовы раскрывать своих конечных бенефициаров в целях обеспечения спроса на эмитируемые инвестиции финансовые инструменты и снижения стоимости привлечения капитала.

Необходимо рассмотреть вопрос о правовом регулировании порядка раскрытия информации в ходе публичного предложения размещенных акций российских компаний со стороны их акционеров. Действующим законодательством установлены лишь подробные требования по раскрытию информации при осуществлении эмитентом публичного размещения акций нового или дополнительного выпуска.

В связи с перспективой доступа иностранных ценных бумаг на российский финансовый рынок возникает задача по созданию нормативной базы, устанавливающей требования по раскрытию информации, учитывающие специфику этих инструментов. Такие требования должны обеспечить российских инвесторов информацией, достаточной для принятия обоснованного решения. Как правило, в таких случаях источником информации являются инвестиционные меморандумы, подготовку которых осуществляют лица, оказывающие услуги по размещению ценных бумаг. Такие меморандумы распространяются среди ограниченного числа лиц и информация об итогах размещения может быть недоступна. Представляется

целесообразным предусмотреть публичное раскрытие такой информации при проведении публичного предложения ценных бумаг.

Необходимо дополнить процедуры раскрытия информации по облигациям с ипотечным покрытием, прежде всего, эмитируемых ипотечным агентом, требованием раскрытия информация об активах, за счет которых обеспечивается исполнение обязательств по соответствующим облигациям. Аналогичные требования должны быть распространены на иные виды облигаций, эмитируемые в процессе секьюритизации.

В связи с ускорением процесса формирования розничных инвесторов на фондовом рынке необходимо создать систему публичного раскрытия информации со стороны организаций, оказывающих розничные услуги на финансовых рынках.

Необходимо завершить переход на сбор отчетности участников финансовых рынков в электронной форме, при активном участии СРО.

К 2010 году на финансовом рынке необходимо внедрить систему электронного документооборота. Это позволит не только создать дополнительные возможности раскрытия информации об участниках финансового рынка, но и существенно снизить расходы, увеличить эффективность функционирования рыночных институтов, обмена информации, совершения операций на рынке ценных бумаг. В целом данные меры будут способствовать повышению надежности функционирования рынка.

2.9. Развитие и совершенствование корпоративного управления.

За последние годы в России многое сделано по обеспечению необходимого качества корпоративного управления. Вместе с тем, целый ряд проблем требуют своего решения как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

В 2008 году необходимо завершить работу над проектом федерального закона, направленного на совершенствование механизмов привлечения к ответственности должностных лиц хозяйственных обществ. В рамках разрабатываемого законопроекта будут установлены критерии недобросовестного и неразумного поведения членов органов управления; расширен круг лиц, которые могут быть привлечены хозяйственным обществом к ответственности за ненадлежащее исполнение своих обязанностей; решен вопрос об ответственности членов совета директоров (наблюдательного совета) хозяйственного общества, которые назначаются государством; предусмотрено страхование ответственности членов органов управления общества. Также предполагается устранить имеющиеся коллизии норм различных законов, касающихся ответственности руководителей общества, уточнить процессуальный статус акционера, предъявляющего иск в интересах общества.

В 2009 году необходимо обновить и уточнить редакцию Кодекса корпоративного поведения, одобренного на заседании Правительства Российской Федерации 28 ноября 2001 года.

Следует установить требования к корпоративному управлению профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. На первом этапе планируется сформулировать соответствующие рекомендации, а затем закрепить эти рекомендации в нормативно-правовых актах.

Необходимо совершенствование процедуры поглощения акционерных обществ. При этом целесообразно увязать между собой требования к процедурам поглощения, содержащиеся в различных законах, прежде всего, в антимонопольном и банковском законодательстве. Следует предусмотреть возможность введения процедуры предварительного контроля за поглощением, а также выработать правила и нормы правоприменительной практики в этой области.

Отдельной задачей является повышение роли независимых директоров в публичных компаниях. В этой связи на уровне закона следует предусмотреть порядок, позволяющий обеспечить избрание в совет директоров (наблюдательный совет) обществ независимых директоров при сохранении общего подхода к избранию совета директоров, основанного на кумулятивном голосовании.

В этой связи необходимо разработать детальные нормы корпоративного управления в компаниях с государственным участием. Для этого целесообразно разработать основные принципы управления акционерными обществами с государственным участием. В качестве определенного ориентира могут быть использованы принятые ОЭСР «Руководящие принципы корпоративного управления на государственных предприятиях». Следование этим принципам будет актуально в контексте общего процесса вступления России в ОЭСР.

2.10. Предупреждение и пресечение недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

Предотвращение манипулирования ценами и совершения сделок на основе инсайдерской информации.

Крайне актуальной остается задача принятия закона о противодействии злоупотреблений на финансовых и товарных рынках. Указанный законопроект разработан ФСФР России и согласован с заинтересованными органами исполнительной власти. Вместе с тем, принятие этого закона требует не только отдельных юридических уточнений редакции его положений, но и более широкой и публичной работы по формированию таких правил и этики поведения участников рынка ценных бумаг, которые бы исключали возможности манипулирования ценами, использования инсайдерской информации. Определенные меры по предотвращению указанных злоупотреблений на организованном рынке могут быть приняты незамедлительно в рамках действующего законодательства с опорой на

инициативу и сознательность наиболее ответственных участников финансового рынка и работников регулирующих органов.

В первом полугодии 2008 года ФСФР России в развитие существующих положений Федерального закона «О рынке ценных бумаг» планирует утвердить нормативные правовые акты, предусматривающие отдельные процедуры, а также требования к внутреннему контролю в организациях-участниках фондового рынка, регламентные нормы работы сотрудников ФСФР России, сводящих к минимуму возможность указанных нарушений.

До окончания 2008 года ФСФР России совместно с участниками финансового рынка, саморегулируемыми организациями планирует разработать и представить в Правительство Российской Федерации **Кодекс поведения участников финансового рынка по предупреждению и недопущению манипулирования ценами и совершения сделок на основе инсайдерской информации на организованном финансовом рынке.** Предполагается, что положения указанного Кодекса будут носить рекомендательный характер, а контроль за его применением будет осуществляться ФСФР России совместно с СРО участников финансового рынка, а также биржами. С учетом этого нужно завершить работу над соответствующим законопроектом и внести его в Государственную Думу.

Одновременно предполагается установление административной и уголовной ответственности за недобросовестные операции на рынке ценных бумаг на основе инсайдерской информации и манипулирования ценами.

В период 2009-2010 годов по мере накопления опыта по применению Кодекса, планируется постепенный перевод наиболее очевидных и устоявшихся норм поведения участников финансового рынка по предотвращению злоупотреблений на организованном рынке на уровень федерального закона, его уточнение и расширение. Таким образом, к **2011 году** в России может быть сформирована не только эффективная

законодательная база по предотвращению манипулирования ценами и совершения сделок на основе инсайдерской информации, но и выработаны общепринятые нормы поведения участников финансового рынка, а также работников государственных и иных регулирующих органов.

Создание системы пруденциального надзора.

В 2008 году необходимо принять изменения и дополнения в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», направленные на формирование системы пруденциального надзора за профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Ведение системы пруденциального надзора позволит оперативно выявлять и пресекать нарушения на рынке ценных бумаг. Закон будет предусматривать несколько уровней такого надзора, включая осуществление самими участниками финансового рынка внутреннего контроля за соблюдением установленных требований законодательства, участие саморегулируемых организаций, а также контроль со стороны государственных органов.

Необходимо на законодательном уровне обеспечить большую независимость служб внутреннего контроля профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также ввести требования об управлении рисками, возникающими у финансовых посредников. В частности, необходимо закрепить обязанность участников финансового рынка предусматривать в своих штатных расписаниях должность ответственного за организацию управления рисками или создавать самостоятельное структурное подразделение по управлению рисками. Для таких специалистов по управлению рисками внутри организации должны быть установлены соответствующие квалификационные требования. Также в каждой организации – участнике финансового рынка будут разрабатываться соответствующие внутренние документы по управлению рисками, а также установлены требования к таким документам.

Частично функцию контроля за рисками участников рынка можно делегировать СРО, при условии, что в рамках таких организаций будут приняты меры по недопущению конфликта интересов, конкуренции или недобросовестного использования информации, полученной в ходе выполнения делегированных им функций.

Также указанным законом в надзорных целях и в целях предотвращения банкротства будет предусмотрена возможность введения в организациях – участниках рынка ценных бумаг временной администрации.

В 2009 – 2010 годах необходимо принять меры по гармонизации методов и правил надзора за российскими профессиональными участниками рынка ценных бумаг с требованиями банковского надзора. Это соответствует общемировой практики. Так, например, Директива 2004/39/ЕС предполагает, что подходы к определению собственных средства кредитных институтов должны являться базисом для определения собственных средств всех иных категорий финансовых институтов.

2.11. Совершенствование регулирования на финансовом рынке.

Совершенствование регулирования на финансовом рынке должно осуществляться по двум основным направлениям: во-первых, повышение роли СРО и установление их более тесной связи с государственным регулятором финансового рынка, во-вторых, унификация норм и правил государственного регулирования деятельности на финансовом рынке с постепенной концентрацией государственных функций по регулированию, контролю и надзору на финансовом рынке в одном государственном органе.

Взаимодействие с СРО.

С количественным ростом и качественным усложнением финансового рынка существует объективная потребность в развитии функций саморегулирования, что означает повышение эффективности взаимодействия СРО и государственных органов власти. Прежде всего, нормы и правила, разрабатываемые СРО должны дополнять и детализировать нормы

государственного регулирования, причем, необходимо стимулировать СРО к установлению более жестких требований к деятельности участников рынка.

В 2008-2009 годах необходимо закрепить в законодательстве и в ведомственных актах требования к принципам деятельности СРО и к стандартам СРО. Следует поощрять создание в СРО страховых фондов, обеспечивающих дополнительную защиту инвесторов.

Возможно, следует рассмотреть ряд инициатив, направленных на укрепление роли профессионального сообщества в осуществлении контроля на рынке ценных бумаг и снижении инвестиционных рисков:

предоставление возможности оказывать услуги неквалифицированным инвесторам только профессиональным участникам, состоящим в СРО с более жесткими стандартами профессиональной деятельности;

предоставление только членам СРО возможности оказывать услуги андеррайтера при публичном размещении ценных бумаг, а также при размещении ценных бумаг компаний с повышенным риском.

Ряд других возможностей расширения функций СРО в связи с решением основных задач по совершенствованию регулирования рынка ценных бумаг содержатся в соответствующих разделах доклада.

Следует предоставить СРО большие возможности при сборе и анализе отчетности участников финансового рынка. Также следует возложить на СРО функции анализа такой отчетности, ее обобщения и раскрытия в соответствии с правилами, установленными регулирующими органами.

Унификация принципов и стандартов регулирования участников рынка ценных бумаг.

Финансовый рынок становится одним из приоритетных секторов экономики, эффективность управления которым может оказывать влияние на общую эффективность государственной экономической политики. В этих условиях вопрос о едином центре регулирования финансового рынка

приобретает особую актуальность. Вместе с тем, решение этого вопроса должно осуществляться с учетом сложившейся системы государственного управления в России. Дискуссия о создании в России мегарегулятора в определенной степени оказалась переведенной в плоскость коллегиальности единого регулирующего органа и его независимого статуса. Представляется, что данные критерии деятельности не являются приоритетными и, более того, в долгосрочной перспективе могут существенно снизить эффективность единого регулятора на финансовом рынке. Как показывает практика, особенно события развернувшегося в конце 2007 года финансового кризиса на мировых финансовых рынках, наличие мегарегуляторов не защищает финансовую систему от сбоев и скандалов. Это наглядно видно на примерах Великобритании (национализация Northern Rock), Франции (скандал в Societe Generale), Германии (вывод капиталов).

Представляется, что решение вопроса о мегарегулировании в России должно осуществляться, прежде всего, путем унификации требований и стандартов деятельности на финансовом рынке, а также консолидации государственных функций, которые могут быть осуществлены в течение 2 – 3 лет.

В 2008 году необходимо приступить к унификации требований по доверительному управлению ценными бумагами, а также порядка регистрации выпусков ценных бумаг.

В 2008-2009 году необходимо дополнить унификацию доверительного управления и регистрации выпусков ценных бумаг унифицированными подходами к регулированию рисков на рынке ценных бумаг. Эти подходы могли бы быть сформулированы на основе известных Базельских принципов. Такие подходы уже реализуются в рамках регулирования банковской деятельности, и лишь отчасти, в рамках регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Представляется, что эти принципы следует в большей степени распространять и на профессиональных

участников рынка ценных бумаг, с учетом специфики деятельности таких участников, видов осуществляемых операций, имеющих у них клиентов.

Следует рассмотреть вопрос объединения регулирования близких по роду деятельности финансовых институтов. Так, в 2004 году ФСФР России переданы функции по регулированию негосударственных пенсионных фондов. Было бы целесообразным дополнить указанные полномочия, полномочиями по регулированию страховых организаций.

В 2010-2012 годах необходимо сконцентрировать в одном государственном органе и вопросы регулирования и надзора в банковской сфере, при сохранении за Банком России необходимых полномочий, непосредственно вытекающих из задач макроэкономического регулирования, денежно-кредитной политики.

2.12. Формирование и продвижение положительного имиджа российского финансового рынка.

Важным фактором повышения конкурентоспособности российского финансового рынка является создание его позитивного имиджа в глазах отечественных и зарубежных инвесторов. Необходимо сосредоточить усилия на том, чтобы преодолеть сохраняющиеся предрассудки в отношении неразвитости российского финансового рынка или незащищенности привлекаемых на российском рынке инвестиций. Необходима целостная система распространения информации и знаний о российском финансовом рынке как среди иностранных инвесторов, так и внутри России. Зачастую упрощенные представления российских предпринимателей о финансовом рынке, приверженность отдельных комментаторов и аналитиков штампам зарубежной прессы оборачиваются накоплением неоправданно негативных оценок реальной ситуации в России. Низкий уровень информированности населения, а также отсутствие доверия к инструментам финансовых рынков приводит к тому, что до сих пор значительная часть сбережений граждан

осуществляется в наличной форме, путем вложений в иностранную валюту и увеличения объема наличных денег на руках у населения.

Построение системы информации о российском финансовом рынке позволит создать объективную картину реальных возможностей, которые предоставляет инвесторам и эмитентам российский финансовый рынок.

Эффективным инструментом системы информирования как отечественных, так и зарубежных граждан, частных и институциональных инвесторов и привлекающих капитал на финансовых рынках компаний мог бы стать информационный вневедомственный Интернет-портал, посвященный вопросам развития российского финансового рынка.

В 2009 году можно завершить работу по созданию такого портала.

На таком портале следует размещать статистические данные, отражающие динамику агрегированных показателей, характеризующих развитие различных сегментов российского финансового рынка, место России среди мировых финансовых центров, планируемые изменения в режиме регулирования и их обсуждение, примеры гармонизации российского законодательства в области рынка ценных бумаг с международными правовыми нормами и стандартами. Здесь необходимо концентрировать информацию об успешных сделках на финансовом рынке, о предотвращении недобросовестных действий его участников, о деятельности инфраструктурных институтов, бирж.

Отдельный раздел портала должен быть посвящен информированию граждан России о возможностях инвестирования на российском рынке. Там должны быть представлены образовательные материалы, информация о рисках, связанных с процессом инвестирования, предупреждения о недобросовестных компаниях, старающихся привлечь средства граждан, список наиболее часто задаваемых вопросов, касающихся инвестирования средств на фондовом рынке и иные материалы.

Раздел для компаний – эмитентов ценных бумаг должен содержать информацию о динамике привлечения средств российскими компаниями на

рынках капитала, интервью с руководителями таких компаний, методические материалы по осуществлению размещений, материалы, содержащие анализ преимуществ привлечения средств на отечественных фондовых площадках по сравнению с зарубежными, а также электронные шаблоны документов, необходимых для регистрации выпусков ценных бумаг, раскрытия информации.

Для того чтобы такой портал пользовался успехом и действительно стал средством повышения инвестиционной привлекательности российского финансового рынка, необходимо обеспечить информационную поддержку такого портала как со стороны исполнительных органов государственной власти, так и со стороны СРО и профессионального сообщества.

III. Результаты реализации основных задач совершенствования регулирования и развития рынка ценных бумаг на среднесрочную и долгосрочную перспективу.

В целом, по мнению ФСФР России решение изложенных в докладе задач позволило бы создать надежную базу долгосрочного роста российского финансового рынка и повышение его роли как в рамках национальной, так и мировой экономики. В результате могли бы быть достигнуты следующие целевые показатели:

Показатель	2007	2012	2020
Капитализация публичных компаний, трлн. рублей.	32,3	84	237
Соотношение капитализации к ВВП, в %	97,8	130	140
Биржевая торговля акциями, трлн. рублей	31,4	78	210
Стоимость корпоративных облигаций в обращении, трлн. рублей	1,2	6,6	19

Активы паевых инвестиционных фондов, трлн. рублей	0,8	5,8	16
Годовой объем публичных размещений акций, по рыночной стоимости, в трлн. рублей.	0,7	1,3	3
Количество розничных инвесторов на рынке ценных бумаг, млн. человек	0,8	3	6
Доля иностранных ценных бумаг в обороте российских бирж, %	0	4	12