

**Национальная ассоциация
участников фондового рынка
НАУФОР**

**Основные направления развития финансового рынка
Российской Федерации на период до 2008 года**

Доклад к заседанию Совета Директоров НАУФОР

Апрель 2005 г.

Доклад определяет цели политики в области финансового рынка в среднесрочной перспективе, идентифицирует основные факторы, сдерживающие развитие финансового рынка, и формулирует важнейшие задачи на среднесрочную перспективу.

Анализ современных рыночных тенденций показывает, что для дальнейшего развития финансового рынка России, эффективного включения его механизмов в отечественную экономику и мировые финансовые рынки от федеральных органов законодательной и исполнительной власти, профессиональных операторов рынка и их саморегулируемых организаций требуется выработка принципиально новых подходов и решений, которые могут быть реализованы на условиях паритетного государственно-частного партнерства и активного привлечения финансового сообщества к решению первоочередных и перспективных проблем.

Рекомендации, изложенные в докладе, учитывают необходимость снижения административного бремени и направлены на создание условий для ведения эффективного бизнеса, развитие конкурентной среды, насыщение финансового рынка высококачественными продуктами и услугами, ориентированными на все категории внутренних и внешних инвесторов, и уменьшение рисков профессиональной деятельности на финансовом рынке.

В результате реализации предлагаемых стратегических направлений есть все основания предполагать, что при сохранении национальной политической и экономической стабильности российский финансовый рынок по уровню регулирования и надзора, прозрачности и эффективности, наполненности инструментами и защищенности инвесторов будет соответствовать лучшей мировой практике и станет мощным инструментом отечественной экономики для трансформации сбережений в инвестиции и межотраслевого перелива капитала.

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ.....	5
1. СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОЛИТИКИ В ОБЛАСТИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ.....	8
2. ФАКТОРЫ, СДЕРЖИВАЮЩИЕ РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	10
3. ВАЖНЕЙШИЕ ЗАДАЧИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В 2005–2008 ГГ.....	12
3.1. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	13
3.1.1. <i>Современные проблемы регулирования финансового рынка</i>	<i>13</i>
3.1.2. <i>Защита инвесторов.....</i>	<i>15</i>
3.1.3. <i>Меры по обеспечению справедливой, эффективной и прозрачной работы финансового рынка.....</i>	<i>18</i>
3.1.4. <i>Основные направления обеспечения устойчивости финансового рынка и снижения систематических рисков.....</i>	<i>18</i>
3.1.5. <i>Роль и место саморегулирования на финансовом рынке.....</i>	<i>19</i>
3.1.6. <i>Перспективы развития системы и органов регулирования финансового рынка ...</i>	<i>20</i>
3.2. РАЗВИТИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ	21
3.2.1. <i>Направления совершенствования инфраструктуры финансового рынка.....</i>	<i>21</i>
3.2.1.1. Биржи и биржевая деятельность.....	22
3.2.1.2. Повышение эффективности системы учета прав собственности на ценные бумаги	23
3.2.1.3. Совершенствование расчетно-клирингового обслуживания	25
3.2.2. <i>Совершенствование системы стандартизации профессиональной деятельности и укрепление рыночной дисциплины.....</i>	<i>26</i>
3.2.2.1. Стандартизация деятельности на рынке маржинальных сделок	26
3.2.2.2. Стандартизация деятельности на рынке производных финансовых инструментов	27
3.2.2.3. Оптимизация требований по внутреннему учету и отчетности профессиональных участников финансового рынка.....	27
3.2.2.4. Мотивация операторов финансового рынка к внедрению эффективных систем управления рисками и укреплению рыночной дисциплины	28
3.2.2.5. Доверительное управление ценными бумагами.....	29
3.2.3. <i>Интернет и системы электронной торговли</i>	<i>30</i>
3.2.4. <i>Повышение уровня профессиональной подготовки специалистов финансового рынка.....</i>	<i>32</i>
3.2.5. <i>Позиция по участию иностранных компаний в профессиональной деятельности на российском финансовом рынке.....</i>	<i>34</i>
3.3. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РЕФОРМЫ В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ	34
3.3.1. <i>Развитие корпоративного законодательства и сложные корпоративные действия</i>	<i>34</i>
3.3.2. <i>Предложения по стимулированию эмитентов к публичной деятельности на финансовом рынке</i>	<i>35</i>
3.3.3. <i>Меры по удержанию российских эмитентов на внутреннем рынке.....</i>	<i>37</i>
3.3.4. <i>Мероприятия по защите прав акционеров.....</i>	<i>37</i>
4. РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТАЛЬНОЙ БАЗЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	40
4.1. СОЗДАНИЕ УСЛОВИЙ ДЛЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ...40	
4.2. ПРОДУКТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ	41
4.3. МЕРЫ ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ	42
4.4. УПРОЩЕНИЕ ПРОЦЕДУР ВЫПУСКА ЦЕННЫХ БУМАГ	43
4.5. ДЕЛЕГИРОВАНИЕ ПОЛНОМОЧИЙ ПО РЕГИСТРАЦИИ НЕКОТОРЫХ ВЫПУСКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ ФОНДОВЫМ БИРЖАМ	44
4.6. ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ПРИВЛЕЧЕНИЮ ЦЕННЫХ БУМАГ ИНОСТРАННЫХ ЭМИТЕНТОВ НА ВНУТРЕННИЙ РЫНОК	44
4.7. КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТОРЫ, ПЕНСИОННЫЕ ПРОГРАММЫ	45
4.7.1. <i>Предложения по либерализации требований по перечню допустимых объектов для инвестирования.....</i>	<i>45</i>

4.7.2. Меры по развитию рынка коллективного инвестирования в недвижимость	47
5. РАЗВИТИЕ КОНКУРЕНТНОЙ СРЕДЫ И ТРАНСПАРЕНТНОСТИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ	48
5.1. Предложения по оптимизации издержек эмитентов и инвесторов	48
5.2. Раскрытие информации, переход на международные стандарты отчетности и меры по уменьшению информационной асимметрии на финансовом рынке.....	49
6. ВОПРОСЫ МЕЖДУНАРОДНОГО СОТРУДНИЧЕСТВА	51
7. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК И СМЕЖНЫЕ ОБЛАСТИ	52
8. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ СТИЛЯ РАБОТЫ И МЕТОДОВ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОРГАНОВ ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЙ И ИСПОЛНИТЕЛЬНОЙ ВЛАСТИ ПРИ РАССМОТРЕНИИ ВОПРОСОВ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....	55
9. ПУБЛИЧНЫЕ СВЯЗИ И СОЦИАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ, СВЯЗАННЫЕ С ФИНАНСОВЫМ РЫНКОМ.....	57

Введение

Вопрос о развитии финансового рынка в современной России всегда стоял остро, тем не менее целостной концепции до настоящего времени не существовало. Поводом для начала работы над такой стратегией стало решение Правительства Российской Федерации от 25 ноября 2004 г. № 45 «О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации».

На всех этапах работы над документом Ассоциация проводила консультации с руководством и экспертами федеральных органов исполнительной власти, которым была поручена разработка стратегии. НАУФОР активно взаимодействовала с ФСФР, в результате чего многие ее предложения были учтены и инкорпорированы в представленную ФСФР стратегию. Однако многие принципиальные положения остались «за кадром» или же потерялись в слишком мягких формулировках. По-прежнему неясны приоритеты, сглажены многие острые вопросы, волнующие сегодня профессиональное сообщество, а деятельность органов исполнительной власти в сфере финансового рынка и оценка состояния рынка описаны без должной критики. Среднесрочные индикативные параметры развития рынка приведены в тексте без достаточного обоснования.

ФСФР инициировала обсуждение концепции в средствах массовой информации. Однако дискуссия пока идет вяло в связи с недостатком новизны и остроты в тексте.

Желая придать новый импульс экспертной дискуссии в профессиональном сообществе, НАУФОР представляет для обсуждения доклад «Стратегические направления развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2008 года». Цель данного доклада – предложить видение стратегических направлений развития финансового рынка, принимая во внимание и государственную политику, и интересы профессионального сообщества.

Доклад подготовлен по материалам рабочей группы, созданной при Ассоциации. НАУФОР благодарит за участие в работе группы Алексева В.Н. («Управляющая компания Росбанка»), Бессарабова В.В. («Управляющая компания Росбанка»), Петрова В.С. (ММВБ), Оксенойта Г.К. (ММВБ),

Борисова С.А. (НПФ «Интеррос-Достоинство»), Малинина Ю.А. (НПФ «Интеррос-Достоинство»), Родионова С.А. (Фондовая биржа РТС), Горюнова Р.Ю. (Фондовая биржа РТС), Подолина Е.М. (ФК «Оптима»), Соловьева Д.В. (НДЦ), Урманова Л.В. (НДЦ), Лагунова В.Я. (НДЦ), Глазунова Д.А. (ОАО АИЖК), Гришухина Д.А. (ОАО АИЖК), Сударикова С.Н. (Группа «РЕГИОН»), Трифонову А. (Группа «РЕГИОН»), Жуйкова А.Е. (Группа «РЕГИОН»), Колягина А.Ю. (ГИФА), Дубоноса П. (ПАРТАД), Кляйнера В. (Hermitage Capital Management), Чернова А.А. (ИК "Витус"), а также экспертов Государственной Думы и Совета Федерации Федерального собрания РФ.

Не претендуя на полный охват всех проблемных вопросов, прямо или косвенно затрагивающих финансовый рынок, доклад формулирует пять стратегических целей государственной политики в области финансового рынка в среднесрочной перспективе:

- 1. Активное вовлечение граждан страны в деятельность на финансовом рынке.*
- 2. Приведение системы регулирования и надзора на финансовом рынке в соответствие с мировой практикой.*
- 3. Дeregулирование финансового рынка.*
- 4. Совершенствование профессиональной деятельности на финансовом рынке и укрепление рыночной дисциплины.*
- 5. Интеграция российского финансового рынка и его профессиональных участников в мировое финансовое сообщество.*

В докладе определены факторы, сдерживающие развитие финансового рынка. Многие из них связаны с общеполитической и макроэкономической политикой, государственным администрированием, судебной системой и правоприменением. Причины неконкурентоспособности российского финансового рынка кроются в неконкурентоспособности российской экономики и несовершенстве системы государственного управления. Значимыми факторами являются бессистемность законодательства, хроническое отставание системы регулирования и надзора от рыночных тенденций, неразвитость инфраструктуры рынка и задержки с реформами в корпоративном секторе.

Среди множества задач, которые необходимо решить в среднесрочной перспективе, выделяются три приоритетные:

- 1. Совершенствование системы регулирования финансового рынка.***
- 2. Развитие стандартов и правил профессиональной деятельности на финансовом рынке.***
- 3. Институциональные реформы в корпоративном секторе.***

По каждой из поставленных задач в докладе предлагаются меры, необходимые для их реализации. Кроме этого, в докладе затрагиваются различные аспекты развития инструментальной базы, создания конкурентной среды и транспарентности на финансовом рынке, вопросы международного сотрудничества, государственного администрирования и информационной политики в области финансового рынка.

Доклад «Стратегические направления развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2008 года» рассчитан на широкую аудиторию и может служить базой для обсуждения актуальных проблем развития финансового рынка в среднесрочной перспективе.

1. Стратегические цели государственной политики в области финансового рынка в среднесрочной перспективе

Цели развития финансового рынка вытекают из продекларированных главой государства стратегических целей государственной политики:

- повышение уровня жизни и благосостояния граждан, качества и доступности предлагаемых им услуг;
- развитие гражданского общества;
- укрепление позиций России в мире;
- обеспечение повышенных темпов роста экономики страны в условиях глобальной конкуренции;
- повышение эффективности государственного управления, ликвидация избыточных административных функций.

Исходя из общегосударственных целей, стратегическими целями развития финансового рынка в среднесрочной перспективе являются:

1. **Активное вовлечение граждан страны в деятельность на финансовом рынке как для решения текущих задач сохранения и приумножения имеющихся сбережений, так и для обеспечения пенсионных накоплений.** Создание полноценной системы защиты прав и законных интересов частных инвесторов и снижение нежелательных рисков на финансовом рынке до уровня, делающего частную инвестиционную деятельность комфортной и безопасной.
2. **Приведение системы регулирования и надзора на финансовом рынке в соответствие с общепринятой мировой практикой.** Наделение органов регулирования необходимыми полномочиями и ресурсами, обеспечение их публичности и прозрачности, а также установление ответственности таких органов. Организация общественного контроля за деятельностью регуляторов финансового рынка.

3. Дерегулирование финансового рынка. Создание условий для наполнения финансового рынка полноценным арсеналом инструментов и услуг, приемлемых для любых инвестиционных предпочтений и стратегий. Упрощение процедур привлечения капитала предприятиями через инструменты финансового рынка. Поощрение инноваций и поддержание здоровой конкуренции на финансовом рынке.
4. Совершенствование профессиональной деятельности на финансовом рынке, укрепление рыночной дисциплины. Использование лучших зарубежных профессиональных стандартов в отечественной практике.
5. Интеграция российского финансового рынка и его профессиональных участников в мировое рыночное сообщество. Обеспечение лидирующих позиций на финансовых рынках стран СНГ, создание условий для объединения финансовых рынков на территории ЕЭП.

2. Факторы, сдерживающие развитие финансового рынка

В течение последних четырех-пяти лет российский финансовый рынок преодолел технические последствия финансового кризиса 1998 г. и, в общем, демонстрирует позитивную динамику. Тем не менее, на фоне роста экономики страны на российском финансовом рынке к началу 2005 г. накопились проблемы, без урегулирования которых нельзя рассчитывать на успешное решение стратегических задач развития.

В первую очередь, к их числу следует отнести:

- 1) Весьма ограниченное число ликвидных ценных бумаг эмитентов «старой экономики» – приватизированных предприятий сырьевой промышленности, электроэнергетики и связи. Более того, имеет место негативная тенденция к сокращению их количества.
- 2) Крайне малое число первичных размещений акций эмитентов «новой экономики». Крупные российские компании до настоящего времени не рассматривают финансовый рынок в качестве основного источника инвестиционных ресурсов, доступ средних российских компаний на финансовый рынок затруднен.
- 3) Объем ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, в сравнении с общим объемом эмиссии весьма мал, основные пакеты находятся в руках контролирующих акционеров и не торгуются. Это делает рынок крайне волатильным, увеличивает возможность манипулирования ценами.
- 4) Основные объемы сделок с ценными бумагами российских эмитентов перетекают на зарубежные торговые площадки, что только усугубляет описанные выше явления.

В целом же современный российский финансовый рынок находится под влиянием спекулятивно настроенных инвесторов, крайне неустойчив, подвержен паническим настроениям и не пригоден для реализации инвестиционных целей долгосрочного плана.

Большинство факторов, обусловивших такое состояние дел, лежит вне сферы финансового рынка. Ситуация связана и с общеполитической, и макроэкономической обстановкой в стране, в том числе:

- чрезмерный, по мнению большинства экспертов, уровень скрытых и неуправляемых политических и юридических рисков превышает возможную премию за эти риски в сравнении с другими развивающимися рынками;
- неэффективная государственная информационная политика и организация публичных связей органов государственной власти и их руководителей порождают много слухов, домыслов, дают инвестиционному сообществу разнонаправленные векторы, создавая обстановку общей неопределенности;
- латентные процедуры принятия административных решений, непоследовательность в реализации декларируемых задач государственной политики, отсутствие необходимой законодательной базы крайне затрудняют аналитическую работу и разработку долгосрочных инвестиционных прогнозов;
- несовершенство правоприменительной практики побуждает переводить активы и операции в государства с более эффективной и предсказуемой системой правоприменения;
- неравное отношение государственных органов к российскому и иностранному инвестиционным сообществам вынуждает российский бизнес искать иностранных партнеров для защиты своих активов и интересов или применять схемы с использованием иностранных компаний;
- не адекватная инвестиционным целям макроэкономическая политика делает стоимость заимствований на российском финансовом рынке выше, чем на зарубежных рынках;
- фискальная направленность налоговой политики не дает значимых стимулов для деятельности на финансовом рынке.

Современный российский финансовый рынок неконкурентоспособен, как неконкурентоспособна и российская экономика в целом.

До настоящего времени финансовый рынок не стал источником «длинных» инвестиционных ресурсов. Ожидания, связанные с появлением таких ресурсов в результате пенсионной реформы, не оправдались.

Вместе с тем было бы неправильно списывать все негативные явления, связанные с финансовым рынком, на причины общего свойства. Сам

отечественный финансовый рынок и уровень его регулирования весьма несовершенны. В первую очередь, следует отметить следующие сдерживающие факторы:

- незавершенность и бессистемность законодательства, регулирующего финансовый рынок, которые сказываются, прежде всего, на недостаточной защищенности прав инвесторов и акционеров;
- хроническое отставание системы регулирования, надзора и правоприменения на финансовом рынке от сложившейся рыночной практики и мировых тенденций;
- недостаточная прозрачность финансового рынка;
- неразвитость инфраструктуры финансового рынка, ее низкие капитализация и технологичность, высокие издержки;
- задержки с проведением реформ в корпоративном секторе;
- излишние ограничения в деятельности коллективных инвесторов;

Еще одним немаловажным сдерживающим фактором, влияющим на развитие фондового рынка, является сложившаяся обстановка общего недоверия к финансовому рынку и его участникам в глазах российской общественности. Недоверие распространяется и на органы государственной власти, так или иначе связанные с финансовым рынком. Инвестиционный имидж российского финансового рынка в глазах иностранных инвесторов также низок.

3. Важнейшие задачи развития финансового рынка в 2005–2008 гг.

Среди всех задач, непосредственно связанных с развитием финансового рынка, в качестве приоритетных выделяются три:

1. Совершенствование системы регулирования финансового рынка.
2. Развитие стандартов и правил профессиональной деятельности на финансовом рынке.
3. Институциональные реформы в корпоративном секторе.

Рассмотрим эти задачи подробно.

3.1. Совершенствование системы регулирования финансового рынка

3.1.1. Современные проблемы регулирования финансового рынка

За последние два десятилетия мировые финансовые рынки развивались в четырех ключевых направлениях:

1. Глобализация.
2. Функциональная интеграция.
3. Финансовые инновации.
4. Внедрение интернет-технологий.

Эти тенденции повысили эффективность финансовых рынков, значительно расширили спектр продуктов и услуг, сделали их более доступными для всех категорий инвесторов. Вместе с тем они значительно усложнили деятельность регуляторов, поставили перед ними новые и совсем не простые задачи. Они породили и новые риски, которые нужно идентифицировать и ограничивать. Регуляторы вынуждены перестраивать стиль и методы деятельности, резко повышать ее оперативность, оптимизировать организационную структуру, бизнес-процессы и совершенствовать технологии.

Новой угрозой для развитых финансовых рынков стали терроризм, природные и техногенные катастрофы. Это вынудило рыночных регуляторов разрабатывать и внедрять методы и технологии антикризисного регулирования.

Общемировые тенденции в той или иной степени уже затронули российский финансовый рынок, несмотря на его отсталость в сравнении с развитыми странами. По мере роста российской экономики и интеграции России в мировое сообщество эти проблемы будут проявляться все больше и больше. Адекватные ответы на них должны быть сформулированы сейчас, а реализованы в среднесрочной перспективе.

В мировой практике отсутствует общепринятая модель построения системы регулирования финансового рынка. Каждая из стран ищет и находит свои, зачастую очень разные подходы, базирующиеся на адаптации мирового опыта сложившейся правовой системе национальных традициях. Тем не менее в интегральном виде общие цели и принципы регулирования финансового рынка формулируются международной

организацией регуляторов финансового рынка IOSCO¹, полноправным членом которой является и Россия. Документы этой организации не являются обязательными к исполнению национальными регуляторами, более того, они предоставляют достаточную свободу для творчества. Однако, принимая во внимание стремление России к укреплению своих позиций на мировой арене, было бы логично взять подготовленные этой организацией рекомендации и выстраивать систему регулирования российского финансового рынка на их основе, не копируя ни одну из имеющихся национальных систем регулирования.

В общем, как это формулируют рекомендации IOSCO, регулятор финансового рынка преследует три главные цели:

1. *Защита инвесторов.*
2. *Обеспечение справедливой, эффективной и прозрачной работы финансового рынка.*
3. *Снижение систематических рисков.*

Установлены также тридцать общих принципов деятельности финансового регулятора, исходя из соответствия которым выстраивается методология оценки эффективности деятельности национальных регуляторов.

В среднесрочной перспективе предлагается:

- ***декларировать приверженность России международным принципам регулирования финансового рынка;***
- ***перестроить систему регулирования финансового рынка, руководствуясь международными рекомендациями;***
- ***провести оценку деятельности регулятора финансового рынка, исходя из международных подходов, в том числе стандартов IOSCO².***

Задачи, которые необходимо решить в среднесрочной перспективе, в большинстве своем взаимоувязанны. Тем не менее в дальнейшем они изложены в соответствии с главными целями регулирования.

¹ Objectives and Principles of Securities Regulation. – IOSCO, May 2003 г.

² Assessing for Objectives & Principles of Securities Regulation. – IOSCO, October 2003 г.

3.1.2. Защита инвесторов

Для снижения рисков имущественных потерь нерыночного характера предлагается:

- значительно уменьшить вероятность неправомерного использования или утраты средств инвестора профессиональным участником финансового рынка;
- снизить возможность возникновения конфликта интересов, способствовать установлению приоритета интересов инвестора;
- предусмотреть порядок реализации положений действующего законодательства, полностью исключающий возможность обращения взыскания на средства инвесторов, находящиеся на счетах профессионального участника финансового рынка, в том числе во внесудебном порядке по решению налоговых органов;
- обеспечить соответствие собственных ликвидных средств профессионального участника финансового рынка его финансовым обязательствам перед инвесторами и контрагентами, особенно при оказании услуг доверительного управления;
- активно внедрять на финансовом рынке инструменты страхования профессиональной деятельности;
- создать полноценную систему компенсационных фондов.

Полностью ликвидировать мошеннические действия на финансовом рынке не удалось еще ни в одной стране мира. Более того, как показывает мировой опыт, по мере развития рынка, насыщения его новыми инструментами и услугами, вовлечения массового инвестора число правонарушений увеличивается опережающими темпами в сравнении с ростом рынка. Растет объем потерь от этих нарушений и число потерпевших. Печальный опыт вовлечения населения в инвестиционную деятельность в начале 90-х годов вынуждает разработать и реализовать в среднесрочной перспективе комплекс мероприятий по профилактике противоправных действий на финансовом рынке.

В первую очередь, необходимо осуществить национальную программу повышения инвестиционной грамотности населения. Обученный инвестор тот, который понимает механизмы функционирования финансового рынка, может объективно оценивать риски инвестиционной деятельности и

способен отсеять недобросовестные предложения, является важнейшим национальным ресурсом. Именно его активная деятельность способна дать существенный импульс развитию финансового рынка.

Для того чтобы механизм защиты инвесторов был более эффективен, в дальнейшем развитии и совершенствовании нуждается правоприменительная практика, альтернативные независимые механизмы урегулирования споров (такие как третейские суды), а также система посреднических услуг для досудебного урегулирования конфликтов.

В мировой практике альтернативное разрешение споров занимает достойное место в общей системе правосудия. Альтернативное разрешение споров охватывает самые разнообразные процедуры, используемые в зависимости от ситуации. Наиболее распространенными являются переговоры, посредничество, третейский суд. Применение системы альтернативного разрешения споров является важным институтом гражданского общества, отвечает интересам правового государства и способствует:

- созданию эффективной судебной системы;
- снижению объема судебных дел и затрат, связанных с их рассмотрением;
- обеспечению быстрого урегулирования конфликтов и погашению их отрицательных последствий;
- обеспечению доступности и разнообразия процессуальных форм;
- вытеснению неправомерных силовых способов разрешения конфликтов.

В России наиболее распространенной формой альтернативного разрешения споров является третейский суд. На финансовом рынке уже давно сложилась система третейских судов при общественных объединениях и ассоциациях. Третейская оговорка в договорах на оказание услуг инвесторам является сейчас весьма распространенной. Анализ работы третейских судов, связанной с операциями на финансовом рынке, показывает, что во многих случаях для инвесторов третейское разбирательство является более эффективным, быстрым и дешевым способом урегулирования претензий к профессиональному участнику финансового рынка.

Тем не менее в деятельности третейских судов существуют определенные проблемы, среди которых:

- отсутствие должной пропаганды и информации о третейском разбирательстве;
- проблемы принудительного исполнения решений третейского суда.

В целях стимулирования развития системы третейских судов на финансовом рынке предлагается принять следующие меры:

1. Усиленно популяризировать деятельность третейских судов на финансовом рынке.
2. Создать систему повышения квалификации третейских судей.
3. Высшему арбитражному суду обобщить практику применения законодательства, касающегося:
 - разрешения споров, связанных с операциями на финансовом рынке;
 - принятия обеспечительных мер в связи с заявлениями заинтересованных лиц, в частности, по спорам, связанным с деятельностью на финансовом рынке;
 - оспаривания решений третейских судов и выдачи по ним исполнительных листов.

По результатам этих обобщений необходимо издать обзорные письма. Это позволит стабилизировать судебную практику, окажет помощь судам и позволит участникам финансового рынка ориентироваться в решении тех или иных вопросов.

4. Скорректировать процессуальное законодательство в части принятия обеспечительных мер и выдачи исполнительных листов.

Помимо совершенствования деятельности третейских судов в среднесрочной перспективе, необходимо развивать и другие альтернативные инструменты разрешения споров, в том числе досудебное урегулирование споров (посредничество). Для этого необходима разработка специального законодательства и стандартов осуществления посреднических функций.

В целом развитие альтернативных методов разрешения споров на финансовом рынке будет способствовать укреплению доверия между профессиональными участниками финансового рынка и инвесторами, а также снижению юридических рисков.

3.1.3. Меры по обеспечению справедливой, эффективной и прозрачной работы финансового рынка

Меры по обеспечению справедливой, эффективной и прозрачной работы финансового рынка во многом корреспондируют с задачей защиты инвесторов. *Главными задачами, которые предстоит решить в среднесрочной перспективе, являются снижение информационной асимметрии на финансовом рынке, исключение преференций, связанных с эксклюзивным владением информацией, и обеспечение справедливого ценообразования.* В том числе:

- предотвращение манипулирования ценами;
- противодействие инсайдерским сделкам;
- обеспечение информационной прозрачности и защита финансового рынка от распространения недостоверной, неполной или несвоевременной информации.

По уровню сложности решение этих задач выходит далеко за рамки принятых административных процедур: поправки в базовый закон – постановления правительства – подзаконные акты регулятора. Как показал опыт работы по предотвращению манипулирования ценами после введения соответствующих норм в закон «О рынке ценных бумаг», такая схема приводит к неэффективным решениям и создает недействующие механизмы. *Помимо разработки законодательных и нормативных актов, для решения поставленных задач необходима взаимоувязанная и хорошо скоординированная работа многих органов исполнительной власти, правоохранительных органов, а также разработка сложных информационно-аналитических систем. Предлагается выстроить работу по решению этих задач по проектному принципу на уровне федеральных целевых программ.*

3.1.4. Основные направления обеспечения устойчивости финансового рынка и снижения систематических рисков

В среднесрочной перспективе одним из наиболее важных направлений деятельности регулятора финансового рынка должен стать, помимо надзора за отдельным профессиональным участником рынка, переход к пруденциальному

надзору за рынком в целом, раннее выявление негативных явлений и их своевременная локализация. В связи с этим предлагается:

- создать систему мониторинга за устойчивостью и надежностью финансового рынка в целом;
- обеспечить контроль над концентрацией рисков и заблаговременное предупреждение негативных явлений как по каждому профессиональному участнику рынка, так и по финансовому рынку в целом.

Необходимо также создание и отработка методов антикризисного регулирования в случае возникновения массовых негативных проявлений на рынке, проблем в инфраструктурных организациях или жесткого противодействия отдельного профучастника действиям регулятора.

3.1.5. Роль и место саморегулирования на финансовом рынке

Развитие системы саморегулирования во всех областях экономики является одним из приоритетных направлений административной реформы³. В настоящее время саморегулирование на финансовом рынке уже прошло несколько этапов в своем развитии, имеет определенное законодательное оформление, приобрело устойчивые черты и заняло определенную нишу в общей системе регулирования финансового рынка. Саморегулирование как инструмент выстраивания государственно-общественных отношений является важным институтом гражданского общества, способствующим укреплению рыночной дисциплины, совершенствованию и развитию профессиональной деятельности на финансовом рынке. ***В среднесрочной перспективе предлагается активизировать деятельность саморегулируемых организаций по следующим направлениям:***

- разработка собственных правил и стандартов профессиональной деятельности;
- внедрение эффективных механизмов контроля за соблюдением правил и стандартов СРО;

³ Указ Президента РФ от 23.07.03 № 824 «О мерах по проведению административной реформы в 2003-2004

- разработка этических норм поведения на финансовом рынке и контроль за их соблюдения;
- урегулирование конфликтов;
- создание различных механизмов и инструментов обеспечения ответственности за ущерб, наносимый инвесторам членами СРО;
- развитие инструментов влияния на властные структуры с целью продвижения интересов профессионального сообщества;
- обучение и аттестация специалистов финансового рынка и др.

Необходимо также отметить, что развитие институтов саморегулирования позволяет более эффективно функционировать органам государственного надзора, освобождая их от части рутинных операций и нагрузок, а также снижает коррупционную нагрузку на бизнес.

Для более эффективного вовлечения СРО в процессы регулирования на финансовом рынке необходимо ускорить принятие закона «О саморегулируемых организациях».

3.1.6. Перспективы развития системы и органов регулирования финансового рынка

Финансовая система государства представляет собой сложное сочетание рынков, институтов, инструментов и технологий. На фондовом рынке пересекается множество интересов, которые приходится согласовывать регулятору финансового рынка. Прежде всего, это интересы потребителей финансовых услуг, интересы профессиональных участников рынка и интересы эмитентов. Система финансового регулирования требует деликатного подхода к организации и настройке, поэтому она не вписывается в стандартизованную структуру федеральных органов исполнительной власти. В среднесрочной перспективе предлагается существенно изменить организацию регулирования финансового рынка, действующих органов надзоров и контроля.

Представляется целесообразным придать органу регулирования финансового рынка публичный статус, использовать в деятельности этого органа коллегиальные процедуры принятия решений с привлечением к работе профессионального сообщества, саморегулируемых организаций и независимых экспертов. При такой организационной структуре и принципах

управления возможно автономное администрирование правоустанавливающих и надзорных функции в рамках одного учреждения.

Важнейшая задача, которую необходимо решить в ближайшие годы - улучшение информационной прозрачности регулятора финансового рынка. Для этого предлагается ввести детальные нормы и процедуры раскрытия регулятором информации о состоянии финансового рынка, его профессиональных участниках и принимаемых решениях. Целесообразно также ввести практику периодической публичной отчетности регулятора финансового рынка и ее обсуждение. В целом же необходимо разработать специальный закон, регулирующий все аспекты деятельности регулятора финансового рынка.

Отдельного обсуждения требует тема оценки эффективности регулятора финансового рынка. Предлагается выстроить систему оценки, исходя из рекомендаций IOSCO⁴ использовать практику других регуляторов, в частности SEC⁵, привлечь для анализа независимых экспертов, в том числе зарубежных, и делать результаты оценки публичными.

3.2. Развитие профессиональной деятельности на финансовом рынке

3.2.1. Направления совершенствования инфраструктуры финансового рынка

Низкий уровень развития финансового рынка не способствует сокращению оттока капитала на иностранные рынки. Российские эмитенты предпочитают проводить первичное размещение акций за рубежом. Возникают серьезные препятствия для размещения на финансовом рынке пенсионных и коллективных инвестиций.

Инфраструктуре фондового рынка необходимо пройти целый ряд преобразований, которые смогут в среднесрочной перспективе обеспечить ее конкурентоспособность. Основные направления совершенствования инфраструктуры:

1. Унификация биржевой деятельности и повышение роли бирж на финансовом рынке.

⁴ Assessing for Objectives & Principles of Securities Regulation. – IOSCO, October 2003

⁵ 2004-2009 Strategic Plan.- US Securities and Exchange Commission

2. Повышение эффективности системы учета прав собственности на ценные бумаги.

3. Совершенствование расчетно-клирингового обслуживания.

Рассмотрим эти направления подробно.

3.2.1.1. Биржи и биржевая деятельность

Целью совершенствования торговой инфраструктуры российского финансового рынка в среднесрочной перспективе является обеспечение необходимых условий для сохранения национального финансового рынка и превращения национальной торговой инфраструктуры в центр международного ценообразования на российские активы.

Основными направлениями совершенствования торговой инфраструктуры российского финансового рынка в среднесрочной перспективе являются:

- государственное стимулирование концентрации торговли финансовыми инструментами на биржевых рынках;
- консолидация и специализация существующей биржевой и внебиржевой инфраструктуры российского финансового рынка;
- повышение капитализации российских бирж;
- совершенствование системы корпоративного управления бирж;
- закрепление статуса и функций бирж на российском финансовом рынке в рамках отдельного федерального закона;
- стандартизация и унификация биржевой деятельности с учетом требований существующих международных стандартов;
- повышение качества и надежности, сертификация электронных систем, используемых для организации торговли на финансовом рынке;
- четкое разграничение функций и статуса бирж и иных организаторов торговли, кардинальное повышение прозрачности внебиржевого сегмента российского финансового рынка;
- повышение регулятивной и надзорной роли бирж и закрепление соответствующих норм на законодательном уровне;
- создание системы контроля исполнения сделок с ценными бумагами;

- совершенствование системы раскрытия информации по внебиржевым сделкам в интересах участников рынка и инвесторов;
- обеспечение эффективности инвестиций в биржевые инструменты как при первичном размещении, так и на вторичных торгах за счет стимулирования государством снижения издержек на заключение биржевых сделок и проведение расчетов;
- совершенствование биржевого листинга, направленное на расширение списка торгуемых инструментов, доступных для инвестирования, увеличение ликвидности акций второго эшелона; упрощение процедур делистинга;
- разработка предложений по созданию биржевых систем риск-менеджмента и страхования профессиональной деятельности;
- применение в аукционной торговле электронных торговых систем;
- стимулирование со стороны государства повышения роли российских бирж как международных центров ликвидности, привлечения капитала, снижения рисков и формирования цен не только на российские активы, но и на финансовые активы других стран, тяготеющих к России, в первую очередь стран СНГ и ряда восточно-европейских стран.

Предлагаемые направления совершенствования биржевой инфраструктуры будут способствовать повышению надежности финансового рынка и одновременно увеличению его ликвидности.

3.2.1.2. Повышение эффективности системы учета прав собственности на ценные бумаги

В настоящий момент учетная система является наиболее слабым и высоко затратным звеном на российском фондовом рынке. Прежде всего, это связано с тем, что права собственности на приобретаемые ценные бумаги потенциально недостаточно защищены. Создание Центрального депозитария способно улучшить сложившуюся ситуацию.

Однако, несмотря на достаточно высокий уровень концентрации в сегментах торговых систем расчетных депозитариев и регистраторов, учетные организации продолжают достаточно жестко конкурировать за обслуживание

одних и тех же инструментов и поддерживать мало совместимые стандарты работы. Эффект от снижения расценок вследствие конкуренции утрачивается за счет дополнительных затрат на поддержание связей с различными торговыми и расчетными системами. Такое положение сохраняется и потому, что все основные участники рынка уже инвестировали значительные средства в поддержание своей совместимости с отдельными сегментами инфраструктуры. Теперь любое изменение, даже приводящее к снижению текущих издержек, является для них новым инвестиционным проектом, перспективы успешной реализации которого зависят от множества факторов, в том числе и от законодательных и нормативных ограничений и понимания конечных целей проводимой модернизации инфраструктуры.

Основными направлениями совершенствования учетно-депозитарной инфраструктуры российского финансового рынка в среднесрочной перспективе являются:

- консолидация существующей расчетно-депозитарной инфраструктуры российского фондового рынка;
- использование консолидированной базы для создания Центрального расчетного депозитария на российском рынке ценных бумаг;
- стандартизация деятельности всех звеньев учетно-депозитарной инфраструктуры;
- внедрение единых стандартов обмена информацией в различных целях между профучастниками-операторами рынка и учетно-депозитарной инфраструктурой;
- определение роли и функций Центрального расчетного депозитария российского фондового рынка;
- законодательное закрепление принципов функционирования и корпоративного управления Центрального расчетного депозитария российского фондового рынка;
- определение и закрепление на уровне нормативных актов порядка взаимоотношений между Центральным расчетным депозитарием российского фондового рынка и другими элементами инфраструктуры рынка.

В результате совершенствования учетной и расчетно-депозитарной инфраструктуры финансового рынка повысится надежность и прозрачность процесса изменения прав собственности на обращающиеся на рынке активы.

3.2.1.3. Совершенствование расчетно-клирингового обслуживания

В настоящее время для существенного расширения фондового рынка необходимы серьезные изменения в расчетно-клиринговом обслуживании.

Основными направлениями совершенствования клиринговой инфраструктуры российского финансового рынка в среднесрочной перспективе являются:

- законодательное и нормативное обеспечение процесса развития клиринговой деятельности;
- кардинальное повышение капитализации клиринговых институтов на российском финансовом рынке;
- консолидация существующей клиринговой инфраструктуры российского финансового рынка;
- централизация функций по клиринговому обслуживанию российских биржевых рынков;
- стимулирование со стороны государства концентрации клиринга и расчетов на финансовых рынках в рамках централизованной клиринговой инфраструктуры;
- совершенствование системы корпоративного управления в клиринговых институтах;
- законодательное закрепление статуса и основных функций клиринговых организаций на российском финансовом рынке;
- разделение рисков биржевой и клиринговой деятельности;
- стандартизация и унификация клиринговой деятельности с учетом требований существующих международных стандартов;
- стимулирование со стороны государства создания эффективной системы управления рисками при осуществлении клиринга и расчетов на российском финансовом рынке, основывающейся на:
 - частичном предварительном депонировании активов;
 - использовании многостороннего неттинга;

- соблюдении принципа «поставки против платежа»;
 - возможности кредитования ценными бумагами для завершения расчетов (в том числе в форме операций РЕПО);
 - гарантии исполнения обязательств (в том числе в результате создания гарантийных фондов);
- повышение требований к участникам клиринга и расчетов с точки зрения их финансовой устойчивости и надежности;
 - стимулирование со стороны государства формирования российской централизованной клиринговой инфраструктуры как международного центра клиринга и расчетов не только по российским активам, но и по финансовым активам других стран, тяготеющих к России, в первую очередь стран СНГ и ряда восточно-европейских стран.

Реализация перечисленных задач по совершенствованию расчетно-клирингового обслуживания позволит участникам фондового рынка более эффективно использовать средства, что в итоге будет способствовать значительному увеличению объемов торгов.

3.2.2. Совершенствование системы стандартизации профессиональной деятельности и укрепление рыночной дисциплины

3.2.2.1. Стандартизация деятельности на рынке маржинальных сделок

В настоящее время рынок маржинальных сделок, по экспертным оценкам, составляет свыше 20% биржевого фондового рынка. Объемы этого сегмента растут благодаря применению технологии заимствования средств для оперативного заключения сделок с ценными бумагами. Первоочередными задачами стандартизации деятельности на рынке маржинальных сделок являются:

- приведение требований, предъявляемых к маржинальным операциям брокеров, в соответствие с аналогичными требованиями на иностранных развитых финансовых рынках (плечо – 1:4 для квалифицированных инвесторов);
- введение контроля в режиме реального времени основных параметров маржинальной торговли.

Стандартизация деятельности на рынке маржинальных сделок обеспечит инвестору увеличение прозрачности операций, позволит снизить риски и повысить эффективность инвестиционной деятельности.

3.2.2.2. Стандартизация деятельности на рынке производных финансовых инструментов

Рынок производных финансовых инструментов (ПФИ) после кризиса 1998 г. переживает второе рождение. Учитывая высокую степень сопутствующих рисков, предлагаются следующие направления стандартизации этого рынка:

- повышение надежности исполнения сделок;
- управление рисками;
- совершенствование возможностей диверсификации портфелей инвесторов.

Стандартизация деятельности на рынке ПФИ позволит увеличить объемы операций, расширить возможности хеджирования сделок, что, безусловно, будет способствовать развитию финансового рынка в целом.

3.2.2.3. Оптимизация требований по внутреннему учету и отчетности профессиональных участников финансового рынка

В среднесрочной перспективе целесообразно провести комплекс мероприятий по совершенствованию всей системы внутреннего учета и отчетности профессиональных участников финансового рынка.

Внутренний учет и отчетность профессионального участника финансового рынка должны стать надежным и качественным инструментом управления и контроля, гарантирующим необходимый объем финансовой и иной информации для всех заинтересованных потребителей – от клиентов до регулирующих и надзорных органов. Новой целевой аудиторией потребителей отчетности в ближайшей перспективе должны стать деловые средства массовой информации, информационно-аналитические и рейтинговые агентства. Направления совершенствования внутреннего учета и отчетности:

- обеспечение соответствия структуры фиксируемой информации и предоставляемой информации особенностям профессиональной деятельности;
- минимизация затрат на организацию внутреннего учета и отчетности при обеспечении полноты и достоверности информации;
- стандартизация документооборота с клиентами, контрагентами, регулирующими органами, внедрение электронного документооборота;
- согласование системы внутреннего учета и отчетности профессиональной деятельности на финансовом рынке с другими системами учета, такими как бухгалтерская и налоговая.

Представляется необходимым уделять больше внимания профессиональной подготовке специалистов, осуществляющих работу по ведению внутреннего учета и отчетности (бэк-офицеров).

Предлагается также сделать деятельность профессиональных участников финансового рынка более прозрачной для широкой общественности за счет разработки и внедрения стандартов раскрытия отчетности.

3.2.2.4. Мотивация операторов финансового рынка к внедрению эффективных систем управления рисками и укреплению рыночной дисциплины

В рамках мотивации профучастников фондового рынка к внедрению эффективных систем управления рисками в среднесрочной перспективе необходимо:

- поощрять создание в структуре организаций – профессиональных участников финансового рынка подразделений по управлению рисками (риск-менеджмента) с собственными регламентами и методиками оценки клиентских рисков, систематических рисков и рисков профессиональной деятельности;
- развивать систему обучения руководителей и специалистов, связанных с деятельностью по управлению рисками;
- поддерживать независимые институты профессионального аудита системы управления рисками и рейтингования надежности профессиональных участников финансового рынка.

В среднесрочной перспективе предлагается перейти на индивидуализированный экспертный расчет норматива достаточности собственных средств профессиональных участников финансового рынка, исходя из объемов операционной деятельности, опыта работы на рынке, профессионализма персонала, качества риск-менеджмента, рейтинга надежности, соблюдения стандартов профессиональной деятельности, использования различных инструментов снижения рисков (страхование, резервирование, участие в компенсационных фондах и пр.).

3.2.2.5. Доверительное управление ценными бумагами

При осуществлении деятельности по доверительному управлению ценными бумагами профессиональные участники финансового рынка сталкиваются с рядом практических проблем, связанных с несовершенством нормативной базы регулирования этого вида деятельности. Одной из таких проблем, является проблема ответственности доверительного управляющего, связанная с риском изменения цен на ценные бумаги, входящие в инвестиционный портфель клиентов. Возникновение такого риска является обычным явлением, свойственным любой деятельности на финансовом рынке.

Доверительный управляющий, при условии соблюдения требований законодательства и договора с клиентом, в том числе требований инвестиционной декларации, не должен нести ответственность за снижение стоимости портфеля ценных бумаг в управлении в случаях общего спада на рынке ценных бумаг.

Однако судебная практика показывает, что существует ряд решений судов различных инстанций, которыми доверительный управляющий был присужден к возмещению убытков, полученных клиентом в результате снижения стоимости инвестиционного портфеля на общем фоне падения цен на рынке. Суды в своих решениях основывались на нормах Гражданского кодекса об ответственности доверительного управляющего, которыми установлено, что доверительный управляющий несет ответственность за причиненные убытки, если не докажет, что эти убытки произошли вследствие непреодолимой силы либо действий выгодоприобретателя или учредителя управления.

Учитывая, что в последнее время судебным прецедентам все чаще придается роль источника права, а также отсутствие специального регулирования ответственности доверительного управляющего при управлении ценными бумагами, указанные решения судов могут оказать крайне негативное влияние на деятельность на финансовом рынке.

В целях пресечения дальнейшего распространения обозначенного подхода судов по данному вопросу необходимо внесение изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг», устанавливающих, что клиенты доверительных управляющих самостоятельно несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости инвестиционного портфеля. Следует отметить, что аналогичная норма имеется в федеральном законе «Об инвестиционных фондах» с целью ограничения ответственности управляющей компании паевого инвестиционного фонда.

3.2.3. Интернет и системы электронной торговли

В среднесрочной перспективе предполагается дальнейшее развитие и внедрение современных информационных технологий на финансовом рынке. В том числе:

1. Развитие электронного документооборота.
2. Совершенствование технологий интернет-трейдинга.
3. Регулирование деятельности профессиональных участников финансового рынка в интернет-среде.

Электронный документооборот значительно снижает транзакционные издержки, повышает оперативность деятельности участников финансового рынка и его регулятора. С целью полноценного внедрения электронного документооборота и обеспечения безопасности финансовой информации необходимо совершенствование правовой и организационной базы:

- пересмотр закона "Об электронной цифровой подписи";
- создание правовых, организационных и технологических условий взаимодействия существующих корпоративных информационных систем для формирования механизмов доверия и гарантий при осуществлении электронного документооборота с использованием открытых компьютерных сетей;

➤ координация деятельности участников электронного документооборота по развитию инфраструктуры, включая создание удостоверяющих центров, выработку единой методологической и нормативной базы, обеспечение технологической совместимости, а также определение принципов и норм ответственности участников.

Интернет-трейдинг стал одним из наиболее ярких явлений последнего времени на финансовом рынке. В настоящее время свыше 50% организованного рыночного оборота составляют сделки, заявки по которым подаются по сети Интернет. Эта технология демократизирует рынок, позволяет вовлечь в него инвесторов, находящихся вдали от финансовых центров, в том числе и планирующих воспользоваться услугами ПИФ. Для дальнейшего развития Интернет-трейдинга, помимо развития электронного документооборота, необходимо:

- сертификация программных продуктов, применяемых участниками финансового рынка для электронной торговли;
- внедрение эффективных систем снижения специфических рисков, возникающих при оказании услуг интернет-трейдинга;
- организация работ в рамках международного сотрудничества по созданию системы взаимного признания цифровых сертификатов, средств электронной цифровой подписи, других программных и аппаратных средств обеспечения электронного документооборота.

Присутствие операторов финансового рынка в интернет-среде многопланово. Оно далеко не ограничивается услугой электронной торговли. Большинство профессиональных участников финансового рынка и публичных эмитентов имеют представительства в интернете, через которые они предлагают свои товары и услуги, раскрывают информацию о своей деятельности. Возникло большое количество интернет-ресурсов, где обсуждаются проблемы финансового рынка. На фоне этой в целом положительной тенденции, как показывает мировой опыт, у инвесторов могут возникнуть новые риски, связанные с недостоверным представлением информации, вводящей в заблуждение рекламой, манипулированием, мошенничеством и т.п. Поэтому информационная деятельность в сети Интернет нуждается в регулировании и надзоре. В связи с этим предлагается:

- разработать рекомендации по информационному содержанию и организации интернет-сайтов профессиональных участников финансового рынка и эмитентов;
- подготовить и представить на обсуждение комплекс мер по контролю за информацией в сети Интернет в связи с деятельностью на финансовом рынке.

Помимо этого важно общее улучшение качества интернет-услуг, телефонии, дальнейшее развитие информатизации страны. Целесообразно в рамках программы «Электронная Россия» усилить координацию работ по внедрению современных информационных технологий на финансовом рынке.

3.2.4. Повышение уровня профессиональной подготовки специалистов финансового рынка

С появлением законодательства о финансовом рынке специальная подготовка и аттестация специалистов, работающих на этом рынке, были отнесены к сфере деятельности регулятора рынка. За достаточно короткий срок в этом направлении проделана серьезная работа:

- разработана система квалификационных требований к специалистам организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на финансовом рынке;
- подготовлены учебные пособия по базовому и специализированным курсам;
- создана сеть аккредитованных обучающих организаций и региональных экзаменационных центров.

Саморегулируемые организации взяли на себя значительную часть работы по организации и проведению аттестации специалистов.

Таким образом, в настоящее время создана и действует система подготовки и аттестации специалистов финансового рынка. Тем не менее по мере развития рынка, появления на нем новых инструментов и услуг требования к квалификации рыночных специалистов постоянно возрастают. Поэтому в среднесрочной перспективе необходимо предпринять меры по дальнейшему совершенствованию системы профессиональной подготовки на финансовом рынке.

Система подготовки рыночных специалистов – это не только система аттестации специалистов, это, в первую очередь, система обучения, переобучения и повышения квалификации. В настоящее время специалистов по финансовому рынку готовят лишь некоторые ВУЗы. Чаще всего специализация осуществляется на курсах повышения квалификации или получается в форме дополнительного образования. В ряде случаев качество программ и квалификация преподавателей недостаточно высоки. Саморегулируемые организации и регулятор финансового рынка в процесс стандартизации программ обучения по тематике финансового рынка не вовлекаются.

В среднесрочной перспективе для подготовки специалистов финансового рынка с глубокими современными знаниями предлагается:

- разработать стандарт обучения специалиста финансового рынка для высших учебных заведений;
- привлекать регулятора финансового рынка и саморегулируемые организации к подготовке программ обучения по тематике финансового рынка;
- предоставить высшим учебным заведениям возможность в процессе обучения заниматься аттестацией специалистов с выдачей квалификационного аттестата вместе с дипломом о высшем образовании.

Следует также улучшить систему аттестации на финансовом рынке. Существующая система громоздка, формальна и не отражает потребности той или иной организации в квалифицированных специалистах. Лицензионные требования к количеству специалистов, имеющих квалификационный аттестат (не менее 50% сотрудников организации), приводят к тому, что компании вынуждены держать в своем штате «мертвые души». Вместе с тем наличие квалификационного аттестата далеко не всегда является объективным подтверждением высокого профессионального уровня руководителя или специалиста.

Предлагается коренным образом изменить систему аттестации в следующих направлениях:

- оптимизировать номенклатуру квалификационных аттестатов;

- делегировать саморегулируемым организациям полномочия по разработке стандартов подготовки специалистов финансового рынка и приему квалификационных экзаменов;
- ввести систему индивидуальных профессиональных рейтингов специалистов финансового рынка.

Предлагаемые мероприятия позволят повысить качество работы профессиональных участников финансового рынка и снизить их операционные риски.

3.2.5. Позиция по участию иностранных компаний в профессиональной деятельности на российском финансовом рынке

В среднесрочной перспективе предлагается законодательно закрепить протекционистские меры, исключающие возможность установления контроля иностранного капитала над инфраструктурными организациями российского финансового рынка.

Одновременно целесообразно создать максимально благоприятные условия для вхождения на российский финансовый рынок иностранных брокерских фирм как путем учреждения дочерних компаний, так и за счет размещения на территории России филиалов с инфраструктурой, необходимой для полномасштабной деятельности, при условии получения соответствующего разрешения (лицензии) российского регулятора финансового рынка.

3.3. Институциональные реформы в корпоративном секторе

3.3.1. Развитие корпоративного законодательства и сложные корпоративные действия

Тенденция развития российского корпоративного законодательства в последнее десятилетие была направлена на защиту прав миноритарных акционеров, вследствие чего в законодательстве и правоприменительной практике возник очевидный дисбаланс, нарушающий не только основной

принцип права – принцип справедливости, но и принцип экономической целесообразности.

Применение или неприменение того или иного принципа должно осуществляться с учетом комплексного анализа регулируемых отношений и потребностей общества, определяющих социально-экономическую направленность той или иной нормы. Однако, увлекшись защитой прав миноритарных акционеров, что было обусловлено определенным давлением со стороны западных институциональных инвесторов, государственные органы упустили из виду экономические интересы общества. А экономические интересы общества заключаются не только в предоставлении надлежащей защиты собственности, но и, в первую очередь, в создании правовой базы, стимулирующей не столько перераспределение собственности, сколько развитие производства.

В этой связи при развитии корпоративного законодательства предлагается исходить из того, что баланс интересов участников предполагает следующие приоритеты:

1. Приоритет интересов мажоритарных собственников над интересами миноритариев, наделяя последних преимущественно компенсационными средствами защиты их интересов.
2. Абсолютный приоритет интересов инвесторов над интересами менеджеров и членов советов директоров.
3. Приоритет интересов корпоративных собственников над интересами кредиторов юридического лица.

3.3.2. Предложения по стимулированию эмитентов к публичной деятельности на финансовом рынке

Отсутствие сбалансированного корпоративного регулирования, произвольное толкование смысла корпоративного права часто приводит к нарушению законных интересов акционеров (судебные запреты на проведение собрания акционеров, освобождение от ответственности основного общества, размывание долей в уставном капитале, выкуп мелких акций т.п.) и не способствует публичности эмитентов.

В среднесрочной перспективе предлагается создать новую систему принципов построения законодательства о юридических лицах, определяющих конкретные интересы, подлежащие правовой защите с учетом публичного интереса и экономической значимости, в том числе:

- отделение собственности от управления;
- разделение компетенции органов управления;
- принцип добросовестности и разумности, детализированный с учетом проблематики корпоративных конфликтов и конфликтов интересов;
- информационная симметрия.

В качестве меры по совершенствованию законодательства предлагаем отказаться от деления на ЗАО/ОАО, унифицировать формы АО, ввести корпорации с переменным капиталом. Хозяйственные общества должны подразделяться на общества с ограниченной ответственностью и акционерные общества. ***В рамках описанной системы возможностей по юридическому оформлению хозяйствующего субъекта каждый бизнес должен самостоятельно, основываясь на воле собственников, определиться со своим статусом, в том числе касающемся публичности и ставки в вопросах привлечения финансирования через инструменты финансового рынка.***

Реализация предложенных изменений позволит создать систему дифференцированного правового регулирования коммерческих организаций, учитывающих специфику: одно регулирование для закрытых образований, изначально ориентированных на постоянный состав инвесторов, и наличие между ними тесных доверительных отношений, и совершенно иной подход для компаний, изначально ориентированных на неограниченный состав инвесторов (публичные корпорации).

К примеру, введение правовых механизмов, регламентирующих поглощения, предполагает их применение к корпорациям, изначально лишенным каких-либо иных механизмов, направленных на защиту от утраты корпоративного контроля. Напротив, в закрытых корпоративных образованиях следует исключить применение механизмов, регламентирующих поглощения, но при этом предусмотреть возможность введения таких ограничений на переход акций или долей в уставных капиталах, которые бы позволяли

исключить не санкционированное существующими инвесторами появление нового корпоративного собственника.

3.3.3. Меры по удержанию российских эмитентов на внутреннем рынке

Заинтересованность эмитентов ценных бумаг в привлечении публичного капитала на внутреннем рынке определяется величиной требуемой доходности инвесторов, способных вложить средства в бизнес через механизм финансового рынка, а также инфраструктурной надбавки к требуемой доходности инвесторов. Инфраструктурная надбавка, в свою очередь, зависит от эффективности рыночного механизма — дешевизны и надежности эмиссионных процедур, а также уровня конкуренции на рынках профессиональных услуг на финансовом рынке.

Удержать российских эмитентов на внутреннем рынке в стратегической перспективе возможно только при условии реализации комплексного подхода к развитию рыночной инфраструктуры и регулирования, описанных в настоящем докладе. *Меры запретительного характера по отношению к переориентации эмитентов на западные торговые площадки стратегического результата дать не могут.*

3.3.4. Мероприятия по защите прав акционеров

В среднесрочной перспективе, учитывая накопившийся опыт, предлагается разработать комплекс мер по защите прав акционеров по следующим направлениям.

1. Совершенствование правового режима группы лиц.

Анализ действующего в этой области законодательства позволяет сделать вывод, что в регулировании отношений в этой сфере целостный подход отсутствует. Представляется целесообразным внести изменения в налоговое законодательство, направленные на устранение двойного налогообложения дивидендов, а также урегулирование налоговых и гражданско-правовых отношений, связанных трансфертным ценообразованием с учетом особенности группы лиц как квазисубъекта права с единой волей.

2. Неравноправное получение дохода на капитал различными группами акционеров.

Законодательство не учитывает возможность получения мажоритарными акционерами доходов в виде роялти (например, при заключении лицензионного договора о предоставлении know-how, процентов по договору займа или кредита, беспроцентного займа, вознаграждения по договору оказания услуг и т.п.). Необходимо установить требования о раскрытии информации мажоритарными акционерами о доходах, связанных с бизнесом дочернего общества; предусмотреть распределение дивидендов с учетом получения общей суммы такого дохода в год; ответственность за сокрытие информации.

3. Ограничение злоупотребления акционерными правами.

Проблемами в осуществлении прав собственности являются корпоративный шантаж, ведение второго реестра, создание второго менеджмента, препятствование проведению общих собраний и заседаний совета директоров. Возможные пути совершенствования законодательства — создание органов примирения, посредничества и арбитража для досудебного урегулирования споров, создание обязательной процедуры досудебного урегулирования; создание специальных норм в процессуальном законодательстве для более эффективного разрешения споров в сфере корпоративных отношений; введение соответствующих норм об ответственности за недобросовестные действия акционеров.

4. Преодоление информационной закрытости компаний.

Требуется приблизить требования бухучета к международным стандартам, установить общие детальные требования к годовому отчету как АО, так и ООО, включая раскрытие информации о сделках с заинтересованностью.

5. Введение эффективного механизма юридической ответственности лиц, выполняющих управленческие функции в корпорациях.

Требуется ликвидация пробелов в процессуальном законодательстве для реализации практики косвенных исков; необходимо создание корпоративных процедур в процессуальном праве для эффективной реализации косвенных исков и установление коллективной ответственности коллективных органов управления (совет директоров и правление).

6. Усиление внутреннего и внешнего контроля за состоянием корпоративного управления в компании.

Проблемами являются отсутствие корпоративных норм об осуществлении контроля над ведением бизнеса в корпорациях; отсутствие роли совета директоров в обеспечении независимости органов как внутреннего, так и внешнего контроля; возможность для кандидатов в члены ревизионной комиссии голосовать на выборах в ревизионную комиссию. Необходимо создать соответствующие нормы и запреты в корпоративном праве.

7. Минимизация влияния конфликтов интересов.

У акционеров (особенно мажоритарных) и менеджмента может возникнуть конфликт их личных интересов с интересами корпорации, что приводит к убыткам не только вследствие конкретных сделок с заинтересованностью, но и методов и практики ведения бизнеса, не обеспечивающих полного удовлетворения интересов компании. Столкновения между субъектами корпоративных отношений возникают в случае, если акционер одновременно является кредитором компании.

Необходимо введение принципа исключения конфликта интересов в корпоративное право на уровне специального закона, распространяющего свое действие на все законодательство о юридических лицах, включая коммерческие и некоммерческие организации; распространение данного принципа на все нормы корпоративного права. Необходимо установить четкие функции независимых директоров в разработке корпоративной стратегии и контроле за достоверностью исходящих информационных потоков корпорации.

8. Соотношение компетенции органов управления акционерного общества.

Необходимо синхронизировать законодательные нормы, более четко определить компетенцию совета директоров; установить отчетность самого совета перед акционерами на годовом собрании о выполнении стратегии развития, предоставлении информации акционерам о недостатках стратегии и методах их устранения, включая изменение самой стратегии. Следует защитить интересы акционеров при принятии советом директоров решений о выпуске дополнительных акций или выкупе акций путем установления конкретных целей и критериев принятия таких решений, а также расширить полномочия совета директоров по контролю за сделками менеджмента.

4. Развитие инструментальной базы финансового рынка

4.1. Создание условий для развития рынка производных финансовых инструментов

Для устранения факторов, препятствующих развитию рынка ПФИ, необходимо разработать и принять законодательные основы операций с производными финансовыми инструментами, внести изменения в Гражданский и Налоговый кодексы. На законодательном уровне:

- должно быть закреплено определение ПФИ и обозначены требования к базовым активам ПФИ;
- ПФИ должна быть обеспечена судебная защита;
- должны быть определены требования к участникам рынка ПФИ, а также к управлению рисками при совершении операций с ПФИ;
- необходимо внести изменения в законодательство о банкротстве с целью защиты обеспечения, внесенного под открытые позиции ПФИ, и средств клирингового центра;
- определить налоговые последствия для инвесторов, работающих с ПФИ.

Одновременно необходимо провести ряд мероприятий, способствующих развитию рынка ПФИ:

- снять запрет на проведение операций с ПФИ для институциональных инвесторов;
- создать эффективную систему регулирования и надзора на срочном рынке;
- повысить капитализацию клиринговых центров с целью гарантии исполнения контрактов, в том числе за счет ресурсов государства;
- стимулировать участников рынка коллективных инвестиций, банки и другие финансовые институты, а также товаропроизводителей к снижению рисков основной деятельности за счет ПФИ;
- решить проблему запуска производных инструментов на биржевые товары (энергоносители, зерно, сахар, металлы, драгоценные металлы и т.д.), которые реально могли бы способствовать формированию

внутренних цен на важнейшие стратегические товары. С этой целью необходимо внести в законодательство также и проект закона о складских свидетельствах и товарных складах. К сожалению, процесс внедрения производных инструментов на биржевые товары тормозится не только по причине пробелов в законодательной базе, но и из-за отсутствия стремления монополистов в организации в стране цивилизованного товарного рынка.

4.2. Продукты секьюритизации на финансовом рынке

Секьюритизация может стать эффективным звеном для создания новых благоприятных возможностей финансирования и инвестирования на российских рынках капитала. Увеличение спроса на кредитные ресурсы стимулирует рынок к созданию новых инструментов. Российские компании и банки, а также государственные предприятия и другие организации госсектора, смогут получить доступ к относительно недорогому финансированию. Институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды и страховые компании, будут иметь возможность инвестировать свои средства и получать доход от низкорисковых российских активов.

На рынках в странах с развитой экономикой преобладают следующие классы активов секьюритизации: права требования по жилищной ипотеке, права требования по коммерческой ипотеке, права требования по кредитным картам, автокредиты, потребительские кредиты, торговые права требования (дебиторская задолженность) и недоговорные поступления денежных средств в будущем (например, расписки в получении оплаты услуг). Возможна также секьюритизация любых активов или прав, обеспечивающих будущие (прогнозируемые) поступления денежных средств, например, налоговые поступления или поступления от оплаты коммунальных услуг и т.д.

Для становления и развития в среднесрочной перспективе рынка секьюритизированных активов в России необходимо разработать новую законодательную базу, создающую условия для выпуска и обращения таких ценных бумаг, в том числе внести ряд изменений и дополнений в действующие законы. Основные вопросы, которые должны быть закреплены законодательно:

- введение ограничений на возможность признания уступки прав требования недействительной;
- решение вопросов, связанных с эмитентами секьюритизированных ценных бумаг и со спецификой самой ценной бумаги;
- создание механизмов повышения кредитного качества;
- вопросы налогообложения.

Одним из перспективных направлений секьюритизации является секьюритизация страховых рисков.

В отличие от традиционных ценных бумаг, страховые обязательства в меньшей степени подвержены каким-либо финансовым или политическим потрясениям, они прозрачны для аналитиков, по ним собрана большая статистическая база.

Секьюритизация страховых рисков полезна и интересна как участникам страхового рынка, так и участникам финансового рынка. Для страховщиков это, прежде всего, увеличение емкости по удержанию крупных рисков. Для операторов финансового рынка – это новый диверсифицированный инструмент, параметры которого со статистической точки зрения поддаются точной оценке и обладают просчитываемой вероятностью.

В среднесрочной перспективе планируется совместно со страховым сообществом провести комплексное исследование проблем внедрения секьюритизированных страховых продуктов на финансовый рынок.

4.3. Меры по развитию рынка ипотечных ценных бумаг

В настоящее время развитие рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) сдерживается следующими факторами:

- краткосрочность рынка долговых финансовых инструментов и несоответствие сроков имеющихся на рынке ресурсов срокам кредитования, необходимым для выдачи ипотечных кредитов;
- несовершенство сформированной нормативной базы рынка ИЦБ;
- ограниченный круг инвесторов в ИЦБ;
- неразвитость вторичного рынка ипотечных кредитов;

- отсутствие дополнительных мер повышения кредитного качества секьюритизируемых активов.

Для формирования рынка ИЦБ необходима реализация следующих первоочередных мер:

- совершенствование нормативных актов, касающихся рынка ипотечных ценных бумаг;
- обеспечение возможности инвестирования в ИЦБ средств крупных институциональных инвесторов, прежде всего пенсионных накоплений и страховых резервов;
- реализация мер государственной поддержки рынка ИЦБ за счет принятия рисков несоответствия сроков выпускаемых ИЦБ и имеющихся на рынке ресурсов;
- разработка и внедрение механизмов повышения кредитного качества (специальный режим банковских счетов, обеспечивающих проведение платежей по ИЦБ, продажа покрытия на условиях true sale и др.);
- увеличение инвестиционного спроса на ИЦБ за счет стандартизации ипотечных кредитов и эффективного формирования пулов;
- развитие инфраструктуры рынка ИЦБ, включая формирование новых институциональных элементов (ипотечных агентов, сервисных агентов, доверительных управляющих и т.д.);
- упрощение требований к порядку выпуска, размещения и вторичного обращения ИЦБ;
- накопление статистики по обслуживанию ипотечных кредитов.

4.4. Упрощение процедур выпуска ценных бумаг

С целью упрощения процедур выпуска ценных бумаг необходимо решение следующих проблем:

- внесение изменений в нормативные документы в части сокращения объема раскрываемой информации;

- законодательное закрепление (в случае биржевого размещения ценных бумаг) одновременной регистрации выпуска ценных бумаг и Списка ценных бумаг, допущенных к торгам у организатора торговли;
- сокращение срока регистрации выпусков ценных бумаг;
- отмена государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг при введении обязательства эмитента утверждать данный документ советом директоров, а в определенных случаях единоличным исполнительным органом, раскрывать об этом информацию в течение одного дня на корпоративном сайте, через уполномоченные агентства и направлять в уведомительном порядке извещение регулятору финансового рынка и на биржу (если ценные бумаги размещались на бирже).

4.5. Делегирование полномочий по регистрации некоторых выпусков ценных бумаг фондовым биржам

С учетом рассмотренных выше основных направлений совершенствования торговой инфраструктуры и повышения роли бирж и биржевой деятельности на российском финансовом рынке для обеспечения его эффективного функционирования представляется необходимым делегировать фондовым биржам право регистрации некоторых выпусков и отчетов об итогах выпусков ценных бумаг, размещаемых на публичном (биржевом) рынке. Предлагается законодательно закрепить возможность передачи биржам полномочий по регистрации.

4.6. Предложения по привлечению ценных бумаг иностранных эмитентов на внутренний рынок

С целью привлечения ценных бумаг иностранных эмитентов на внутренний рынок необходима разработка пакета законопроектов, регулирующих:

- специальные требования для иностранных эмитентов и их ценных бумаг при допуске их к торгам на российских биржах, имеющих

недискриминационный характер по отношению к требованиям к российским эмитентам;

➤ регистрацию эмиссионных документов иностранных эмитентов у регулятора финансового рынка в сроки, не превышающие аналогичные сроки для российских эмитентов.

Представляется целесообразным ввести различные процедуры допуска.

Для ценных бумаг стран СНГ. Допуск ценных бумаг эмитентов стран СНГ разрешить на условиях взаимного допуска ценных бумаг российских эмитентов на внутренний рынок стран СНГ. При этом необходимо разработать унифицированные правила раскрытия информации, контроля проведения сделок, порядка привлечения к ответственности и т.д. Признать русский язык официальным языком при оформлении любой документации.

Для ценных бумаг развитых стран. Допустить как обращение депозитарных расписок, так и ценных бумаг непосредственно. Установить требования к субъекту, ответственному за раскрытие информации по иностранной ценной бумаге и заинтересованному в прохождении ее листинга. Целесообразно установить на внебиржевом рынке свободное обращение иностранных ценных бумаг.

4.7. Коллективные инвесторы, пенсионные программы

4.7.1. Предложения по либерализации требований по перечню допустимых объектов для инвестирования

В среднесрочной перспективе предлагается продолжить расширение перечня объектов для инвестирования паевых инвестиционных фондов. Так, для закрытых ПИФов в состав разрешенных объектов планируется включить драгоценные металлы, драгоценные камни и культурные ценности.

Одной из главных проблем, препятствующих эффективному инвестированию пенсионных накоплений, переведенных частным управляющим компаниям и НПФ, является ограниченность состава и структуры инвестиционного портфеля. Повысить эффективность управления пенсионными накоплениями могут следующие меры:

1. Расширение состава активов, разрешенных для инвестирования пенсионных накоплений частными управляющими компаниями, в том числе:

- включение в разрешенный состав активов инвестиционных паев открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, относящихся к фондам денежного рынка, облигаций, смешанных инвестиций и акций;
- включение иностранных государственных ценных бумаг, акций и облигаций корпоративных эмитентов, обладающих кредитным рейтингом инвестиционной категории признанных рейтинговых агентств, в том числе обращающихся на российском биржевом рынке (непосредственно или в форме РДР);
- отмена требований по существенным условиям договора с управляющей компанией иностранного индексного фонда и введение требований к самому фонду.

2. Изменение структуры активов, разрешенных для инвестирования пенсионных накоплений частными управляющими компаниями. Обязательного изменения требует норма законодательства, ограничивающая долю средств на счетах в банках и в банковских депозитах.

В среднесрочной перспективе необходимо совершенствовать подходы к размещению пенсионных резервов НПФ по следующим направлениям:

1. Расширение перечня объектов инвестирования пенсионных резервов:

- разрешить приобретение производных финансовых инструментов с целью осуществления страхования процентных рисков, а с целью ограничения возможности спекулятивного открытия позиций увязать величину открытых позиций с величиной реального актива, находящегося в портфеле фонда;
- включить в перечень возможных объектов инвестирования акции и облигации иностранных эмитентов, в том числе обращающиеся на российском биржевом рынке (непосредственно или в форме РДР);
- включить в перечень разрешенных активов инвестиционные паи закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости и ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов, имеющих биржевые котировки.

2. Расширение перечня объектов инвестирования, в которые НПФ могут самостоятельно размещать пенсионные резервы.
3. Увеличение квоты вложений пенсионных резервов в разрешенные объекты инвестирования. В частности, предоставление возможности инвестирования от 50 до 100% величины пенсионных резервов в следующие объекты:
 - государственные ценные бумаги;
 - государственные ценные бумаги субъектов РФ;
 - облигации предприятий и организаций, включенные в листинг фондовых бирж;
 - ипотечные ценные бумаги.

Предлагаемые меры позволят существенно расширить возможности использования пенсионных резервов в качестве «длинных» инвестиционных ресурсов для финансирования экономики страны.

4.7.2. Меры по развитию рынка коллективного инвестирования в недвижимость

Финансовые инструменты, основанные на активах рынка недвижимости, способны качественно изменить суммарную стоимость российского финансового рынка. Опыт использования подобного инструмента накоплен во всех развитых странах. В российской практике организационно-правовой формой коллективного инвестирования в недвижимость являются закрытые паевые инвестиционные фонды и акционерные инвестиционные фонды. По своей экономической сущности эти инструменты удобны для инвестирования средств пенсионных, благотворительных и иных фондов, а также средств мелких и средних частных инвесторов. Оценочный потенциал рынка коллективного инвестирования составляет 300 млрд руб. в перспективе 3-4 лет. С целью достижения этого результата необходимо:

- внести соответствующие изменения в Налоговый кодекс РФ, устраняющие ряд неопределенностей с налогообложением закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости;
- определить меры по государственному контролю деятельности и финансовых показателей организаций-застройщиков, привлекающих инвестиции в незавершенное строительство;

- организовать экспертный совет при регуляторе финансового рынка на базе СРО, направлением деятельности которого будет анализ правовых инициатив в области коллективного инвестирования в недвижимость.

Предлагаемые направления развития рынка коллективных инвестиций позволят существенно расширить предлагаемый ими продуктовый ряд, работать в новых нишах и привлечь дополнительных инвесторов.

5. Развитие конкурентной среды и транспарентности на финансовом рынке

5.1. Предложения по оптимизации издержек эмитентов и инвесторов

Издержки эмитентов при работе на рынке ценных бумаг определяются:

- стоимостью капитала;
- оплатой услуг рыночной инфраструктуры;
- налоговой нагрузкой.

Издержки инвесторов определяются инфраструктурой рынка и могут быть разложены на составляющие:

- издержки на принятие решения о вложении;
- издержки на осуществление транзакции;
- налоговая нагрузка.

Процесс принятия инвестиционного решения информационно емок и практически всегда является дорогостоящим. Отчасти удешевить процесс принятия инвестиционного решения может единая, доступная система раскрытия информации, аккумулирующая информационные потоки, исходящие от эмитентов ценных бумаг.

Издержки инвестора, связанные с реализацией инвестиционного выбора, определяются шириной доступного финансового инструментария и эффективностью фондовой инфраструктуры, в том числе с точки зрения дешевизны и качества профессиональных услуг на фондовом рынке.

Для снижения оплаты услуг рыночной инфраструктуры в качестве первоочередных мероприятий предлагается:

- отказ от платного мониторинга раскрытия информации эмитентами со стороны финансового консультанта и передача этой функции регулятору финансового рынка;
- обновление законодательства об аудиторской деятельности в части формулировки требований к российским аудиторским компаниям,

которые имеют право проводить аудит и давать аудиторское заключение в отношении отчетности по МСФО или US GAAP.

Требуется исследования вопрос о нормативном ограничении сверху размеров вознаграждения андеррайтеров, маркет-мейкеров, финансовых консультантов, бирж, расчетных депозитариев при оказании услуг эмитентам и инвесторам.

5.2. Раскрытие информации, переход на международные стандарты отчетности и меры по уменьшению информационной асимметрии на финансовом рынке

Для инвестора важно, чтобы понимание специфического риска, присущего конкретному инструменту, соответствовало действительному уровню данного риска. Природа неприятия риска заставляет инвесторов завышать оценку специфического риска, связанного с инвестициями в ценные бумаги любого эмитента, что приводит к завышению требуемой доходности и подчас разводит спрос и предложение на капитал. Поэтому многие потенциальные эмитенты не размещают ценные бумаги и вообще далеки от идей о привлечении публичного финансирования.

Для адекватного восприятия специфического риска инвестиционным сообществом важна система раскрытия информации, через которую эмитент может доводить до потенциальных инвесторов свои информационные потоки. Данная система не должна материально отягощать эмитентов, и это требование диктует ряд свойств:

1. Единообразие и стандартизация.
2. Низкие затраты.
3. Оперативность.

Перечисленные свойства предполагают, по крайней мере, на начальном этапе построения системы раскрытия информации отсутствие множественности вариантов направления информации и привязку к центрам информационных потоков на рынке, например, к биржам, депозитариям и регистраторам. *Следовательно, необходимо стремиться к системе раскрытия информации об эмитентах, доступ к которой инвесторы и все заинтересованные агенты имеют через биржи, депозитарии, регистраторы и другие точки*

входа на рынок. Однако центром консолидации рыночной информации и главным звеном ее раскрытия и распространения должен стать регулятор финансового рынка.

Целесообразно также обеспечить мониторинг объема ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, и концентрации собственности. Необходимо обязать эмитентов раскрывать информацию об изменении структуры собственности с шагом 1%.

В последние годы, как показывает мировой опыт, значимую роль информационной системе, сложившейся на финансовом рынке, стали играть аналитические подразделения профессиональных участников финансового рынка. Выпуская и распространяя аналитические обзоры, комментарии и рекомендации, они, безусловно, могут уменьшить информационную асимметрию и помочь инвесторам принять информационно обоснованные решения. Вместе с тем при наличии конфликта интересов с другими подразделениями в аналитические материалы могут вноситься некорректные выводы и рекомендации, вводящие инвесторов в заблуждение. В среднесрочной перспективе предлагается стандартизовать аналитическую деятельность профессиональных участников финансового рынка и вести нормы, препятствующие возникновению конфликта интересов.

Вопросы адекватного отражения информации об эмитентах в виде, наиболее удобном инвесторам, включают проблематику международных стандартов отчетности. Ускоряя переход на МСФО, эмитенты ценных бумаг делают шаги навстречу рынку, снижая возможное недоверие инвесторов. В целях сокращения влияния информационной асимметрии требуется ускорить переход публичных компаний на МСФО. Необходимо отметить, что переход к ведению бухгалтерской отчетности в соответствии с МСФО связан с дополнительными издержками компаний-эмитентов. ***Предлагается отменить обязательность составления и аудита бухгалтерской отчетности в соответствии с российскими правилами бухгалтерского учета для тех компаний, которые составляют свою финансовую отчетность и проходят аудит в соответствии с МСФО, а также осуществляют ее раскрытие инвесторам.***

6. Вопросы международного сотрудничества

Одним из значимых направлений развития российского финансового рынка должно стать укрепление связей с международными организациями, зарубежными экспертами, другими национальными регуляторами финансового рынка и саморегулируемыми организациями.

Предлагается организовать более тесное сотрудничество регулятора финансового рынка с IOSCO и провести одно из общих годовых собраний этой организации в России. В рамках этого мероприятия можно было бы организовать встречи глав финансовых регуляторов зарубежных стран и международных организаций с высшим руководством России, обмениваться мнениями по проблемным вопросам развития мировых финансовых рынков, организовать совместные проекты и выявить ключевые направления интегрирования российского финансового рынка в мировое финансовое сообщество. Такое мероприятие также, безусловно, способствовало бы улучшению инвестиционного имиджа России.

В рамках программы международного сотрудничества в среднесрочной перспективе крайне необходимо существенно улучшить международную кооперацию с регуляторами зарубежных стран, прежде всего тех, где проводятся операции с российскими ценными бумагами, или инвестиционные компании которых оперируют на российском финансовом рынке (США, Германия, Великобритания и др.). Целью кооперации должен стать обмен информацией, профилактика правонарушений и проведение совместных расследований по фактам нарушений, носящих международный характер, особенно таких, как манипуляции ценами и инсайдерская торговля.

Отдельным направлением международного сотрудничества должно быть взаимодействие с финансовыми регуляторами стран постсоветского пространства, прежде всего с теми, кто стремится к экономической интеграции с Россией. Главная цель такого сотрудничества – интеграция финансовых рынков, в том числе гармонизация законодательства, методов регулирования и правоприменения, технологическое объединение инфраструктурных организаций, взаимное признание листингов и котировок ценных бумаг, лицензий профессиональных участников, аттестатов специалистов и пр.

7. Финансовый рынок и смежные области

Финансовый рынок не может функционировать вне взаимосвязи с законодательным окружением и регулированием хозяйственной деятельности. Более того, частное законодательство в смежных областях прямо влияет на перспективы развития финансового рынка. В первую очередь это касается таких направлений, как:

1. Налогообложение и бухгалтерский учет.
2. Валютное регулирование и контроль.

Налогообложение операций с ценными бумагами нестабильно, запутанно, имеет пробелы и недостаточно стимулирует инвесторов, в первую очередь физических лиц, к работе на финансовом рынке. Сложилась негативная практика, когда вопросы налогообложения операций с новыми финансовыми инструментами описываются уже после начала их продажи инвесторам, как это имеет место, например, с налогообложением закрытых ПИФов недвижимости. Отдельные нормы налогового законодательства ущемляют интересы частных инвесторов, например:

- при использовании налогового вычета при продаже через брокера ценных бумаг, купленных в начале приватизации и хранящихся более трех лет;
- при налогообложении акционеров – физических лиц в сравнении с акционерами – юридическими лицами (в частности, при получении дохода в виде дополнительных акций);
- при налогообложении сделок с производными финансовыми инструментами физических лиц в сравнении с инвесторами – юридическими лицами.

Ряд ситуаций, складывающихся в отношении определения доходов физических лиц при операциях с ценными бумагами, проводимыми эмитентами (например, конвертация, объединение выпусков, дробление, консолидация и т.д.), в налоговом законодательстве не описаны.

В настоящее время дискриминация налогообложения физических лиц необоснованна. Она в значительной степени увеличивает их затраты при работе на финансовом рынке и ведет либо к сокращению объема операций или уходу с

рынка, либо искусственно побуждает их к созданию мелкого юридического лица.

Состояние налогового окружения только усиливает обстановку общей неопределенности, повышает юридические риски инвесторов и не способствует их привлечению на финансовый рынок.

Пробелы в законодательстве по налогообложению и бухгалтерскому учету имеются и в отношении профессиональных участников финансового рынка. В том числе:

- не установлен порядок определения расчетной цены по обращающимся ценным бумагам (кроме как по стоимости чистых активов, что не всегда возможно);
- недостаточно описаны вопросы отражения в бухгалтерском учете операций с ценными бумагами, в частности, при оказании услуг по доверительному управлению.

Затратной для профессиональных участников финансового рынка является функция налогового агента. Необходимо переложить эту функцию на самих физических лиц, сохранив за профучастниками обязанность предоставления налоговым органам по месту регистрации физического лица сведений об объеме совершенных им операций на фондовом рынке.

В ближайшей перспективе необходимо совместными усилиями федеральных органов исполнительной власти с привлечением профессиональных участников финансового рынка и саморегулируемых организаций восполнить все пробелы в законодательстве по налогообложению и бухгалтерскому учету, а также создать координирующий орган, который будет оперативно реагировать на возникающие в этой области вопросы.

В 2004 г. были введены новые принципы и меры валютного регулирования и валютного контроля. В целом они направлены на либерализацию валютного регулирования и предусматривают возможность введения мер валютного регулирования только на период до 1 января 2007 г. В то же время введены новые требования, касающиеся деятельности участников финансового рынка. Кроме того, органами валютного регулирования было использовано право на установление временных ограничений на совершение некоторых валютных операций, при этом был принят ряд подзаконных актов, устанавливающих требования об использовании специальных счетов и

требования об обязательном резервировании средств при проведении валютных операций.

К сожалению, эти нововведения породили множество проблем, связанных с применением валютного законодательства участниками финансового рынка. В том числе:

1. Профессиональные участники рынка ценных бумаг признаны агентами валютного контроля, что означает необходимость осуществления ими контроля за соблюдением их клиентами (резидентами и нерезидентами) норм валютного законодательства. Однако в настоящее время осуществление ими валютного контроля затруднено из-за отсутствия четко регламентированной процедуры его осуществления.

2. Принятие подзаконных актов, в частности, регулирующих порядок открытия и использования специальных счетов при проведении валютных операций, явилось причиной возникновения противоречий между нормативными актами в сфере валютного регулирования и нормативными актами в области финансового рынка.

3. Введение резервирования существенно усложнило операций на финансовом рынке. В частности, это приводит к отвлечению из оборота профессиональных участников существенных средств и, как следствие, к сокращению объемов операций, увеличению комиссий и уходу части крупных инвесторов.

В целом действующие нормы валютного законодательства снижают интерес иностранных инвесторов к российскому финансовому рынку и делают его неконкурентным в сравнении с другими развивающимися рынками. У профессиональных участников финансового рынка возникают новые юридические риски и дополнительные операционные издержки.

Для решения задач развития финансового рынка необходимо совершенствование валютного законодательства и обеспечение его надлежащего применения в части:

- разработки четко установленного порядка действий профессиональных участников финансового рынка по осуществлению процедур валютного контроля;
- устранение существующих неточностей, недоработок и коллизий.

При этом, исходя из того, что проблема развития валютного законодательства является общей и немаловажной как для регулирующих органов, так и для участников финансового рынка, необходимо обеспечить привлечение участников рынка и саморегулируемых организаций к совершенствованию нормативной базы. Регулирующим органам по мере осуществления валютного контроля необходимо формировать рекомендации и разъяснения для участников финансового рынка по реализации норм законодательства о валютном регулировании и контроле.

8. Совершенствование стиля работы и методов взаимодействия федеральных органов законодательной и исполнительной власти при рассмотрении вопросов развития финансового рынка

Современный финансовый рынок – очень сложный и чувствительный механизм, где любые не до конца продуманные решения, действия или даже просто слова могут вызвать бурную реакцию. Помимо Федеральной службы по финансовым рынкам, операции на финансовом рынке нормируют и контролируют налоговые органы, органы валютного регулирования, служба финансового мониторинга, другие федеральные органы исполнительной власти. К сожалению, надо признать, что их деятельность недостаточно скоординированна и при объективном взгляде со стороны не демонстрирует единства и последовательности государственной политики в области развития финансового рынка.

Современные финансовые продукты и услуги весьма сложны и для выведения их на рынок нуждаются в комплексном законодательном оформлении, включая не только описание инструментов или услуг, но и формирование налогового окружения, организацию бухгалтерского учета и многое другое. Более того, в ряде случаев речь идет уже не о разработке и продаже нового рыночного инструмента как такового, а о создании нового общественного института. Характерный пример – управление накопительной частью трудовой пенсии в рамках пенсионной реформы.

Вместе с тем сложившаяся практика государственного администрирования финансового рынка далеко отстала от уровня сложности финансового инструментария, отношений субъектов рынка и

нуждается в существенном совершенствовании уже в ближайшее время. В этом направлении предлагается:

1. По наиболее сложным и социально важным направлениям развития финансового рынка работу проводить по проектному принципу на уровне федеральных целевых программ. В качестве пилотных предлагается реализовать на этих принципах такие программы, как:

- противодействие инсайдерским сделкам;
- развитие пенсионных схем;
- повышение инвестиционной грамотности населения.

Директорат проекта целесообразно назначать на правительственном уровне, наделять достаточно большими полномочиями и ответственностью и выделять целевое финансирование. В состав проектных команд необходимо включать сотрудников федеральных органов исполнительной власти, представителей профессионального сообщества, саморегулируемых организаций и независимых экспертов.

Такой подход позволит синхронизировать все необходимые законодательные инициативы, ускорить и скоординировать разработку нормативной базы и включить в работу над проектами все имеющиеся креативные и интеллектуальные ресурсы, обеспечить публичность проектной работы.

2. Усовершенствовать обязательные процедурные нормы межведомственного согласования нормативных актов федеральных органов исполнительной власти, прямо или косвенно затрагивающих финансовый рынок. В каждом случае должна быть проведена независимая экспертная оценка последствий принятия нормативного акта на состояние и перспективы развития финансового рынка. Ко всем процедурам необходимо привлекать профессиональных участников финансового рынка, саморегулируемые организации, независимых экспертов.

При таком подходе представляется возможным обеспечить стабильность и преемственность нормотворчества, согласовывать различные интересы и, что самое главное, обеспечить долгосрочное развитие финансового рынка.

3. Ввести обязательные процедурные нормы межведомственного согласования административных решений федеральных органов

исполнительной власти, затрагивающих субъекты финансового рынка. В каждом случае должна быть проведена экспертная оценка экономических и политических последствий принятия таких решений. К экспертизе целесообразно также привлекать профессиональное сообщество, саморегулируемые организации, независимых экспертов.

Такой подход позволит снизить общие политические и юридические риски, довлеющие над финансовым рынком.

9. Публичные связи и социальные аспекты, связанные с финансовым рынком

Финансовый рынок – это место, где пересекаются интересы государства, частного бизнеса, внутренних, внешних инвесторов, аналитических и рейтинговых агентств, средств массовой информации. По своей природе финансовый рынок открыт и публичен, поэтому эффективная организация публичных связей является необходимым элементом его развития. Основными целевыми группами, в отношении которых необходимо в среднесрочной перспективе перестраивать государственную стратегию взаимоотношений и коммуникаций, являются:

- частные российские инвесторы;
- частный бизнес, оперирующий на финансовом рынке;
- средства массовой информации.

Главной целевой аудиторией, на которую нужно ориентироваться при организации публичных связей по темам финансового рынка, является население страны. К сожалению, за время рыночных реформ оно приобрело негативный опыт инвестирования и в подавляющем большинстве понесло серьезный материальный ущерб. Анализ работы Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров (ФОГФ) показал, что государство весьма непоследовательно и неохотно выполняет взятые на себя обязательства по компенсациям ущерба лицам, пострадавшим в начале 90-х годов от деятельности «финансовых пирамид».

Население страны до сих пор остается в неведении относительно особенностей функционирования финансового рынка, не умеет объективно

оценивать предлагаемые им финансовые услуги и сопутствующие риски и не владеет методами самозащиты от финансовых мошенничеств. Как показывает опыт реализации пенсионной реформы, органы государственной власти, несмотря на колоссальную мировую практику, не имеют ни инструментов, ни технологий проведения широкомасштабной образовательной работы. Среди населения страны царит обстановка недоверия к финансовому рынку, его профессиональным участникам, которое распространяется и на государственные органы.

Для перелома общего негативного настроения понадобятся многие годы кропотливой и целенаправленной работы. Однако уже в среднесрочной перспективе представляется возможным предпринять шаги, позволяющие привлечь внимание населения к финансовому рынку и продемонстрировать возможности государства по защите частных инвесторов. В связи с этим предлагается:

- развернуть полномасштабную программу повышения инвестиционной грамотности населения; ведущую роль и ответственность за эту программу должно взять на себя государство; отдельные разделы программы могут выполняться на уровне государственно-частного партнерства;
- завершить миссию ФОГФ по выплате компенсаций пострадавшим вкладчикам, используя для этого и средства Стабилизационного фонда;
- создать постоянно действующий публичный институт изучения общественного мнения о проблемах финансового рынка.

Государство осуществляет деятельность на финансовом рынке. Однако эта деятельность ограничивается решением узкого круга задач, в перспективе непосредственное присутствие государства на финансовом рынке будет уменьшаться. ***Основной груз внедрения инноваций, новых технологий и инструментов на российском финансовом рынке несет частный бизнес.*** Вместе с тем во всех странах финансовые рынки являются объектом жесткого государственного регулирования, и российский рынок не исключение. Поэтому от грамотного выстраивания отношений между государством и бизнесом во многом зависит развитие финансового рынка. ***Надо признать, что достаточно часто государство демонстрирует высокомерное и***

пренебрежительное отношение к профессиональному финансовому сообществу.

С другой стороны, за годы рыночных реформ в российском финансовом сообществе сформировался интеллектуальный потенциал и накоплен большой опыт успешной реализации финансовых проектов, которые при выработке государственной политики в области финансового рынка используются далеко не в полной мере. Многие решения, программы и стандарты принимаются без должного обсуждения с профессиональным сообществом, или это обсуждение носит формальный характер. В отношениях государственных органов и частного бизнеса всегда будет присутствовать коллизия, тем не менее без укрепления партнерских отношений государства и бизнеса развитие финансового рынка невозможно. В этом направлении в среднесрочной перспективе предлагается:

- возобновить работу экспертного совета по финансовому рынку и запретить выпуск нормативных актов, получивших отрицательное заключение совета;
- развивать конструктивный диалог между бизнесом и государством, используя такие инструменты, как конференции, круглые столы, форумы и пр.

Информация на финансовом рынке является важнейшим фактором принятия инвестиционных решений и ценообразования. Любые непродуманные сообщения или, наоборот, замалчивание существенных событий, волнующих финансовое сообщество, уклонение от общения со СМИ и формалистский подход к контактам с прессой порождают слухи, домыслы, побуждают к непродуманным действиям и, в конечном итоге, снижают защищенность инвесторов. Предотвращение информационного манипулирования рынком, исключение возможностей злоупотребления инсайдерской информацией является одной из важнейших задач регулятора финансового рынка в среднесрочной перспективе. *Вместе с тем само государство в лице федеральных органов исполнительной власти и государственных служащих является одним из наиболее значимых игроков на информационном поле.* Тем не менее объективное, своевременное распространение информации и взаимодействие со СМИ в связи с событиями, так или иначе затрагивающими

финансовый рынок, до настоящего времени не стало элементом государственной политики. Это вызывает обоснованные претензии со стороны финансового сообщества и СМИ, создает обстановку общей неопределенности и подрывает авторитет государства. Более того, в ряде случаев публичные заявления государственных служащих прямо влияют на уменьшение рыночной стоимости публичных эмитентов, причем как частных, так и с государственным участием. Для улучшения информационного взаимодействия со СМИ предлагается:

- выделение координирующего органа по организации публичных связей на финансовом рынке, ответственного за проведение единой государственной информационной политики, создание на его основе пресс-центра;
- введение стандартов и формализованных процедур раскрытия информации и публичных заявлений государственных органов исполнительной власти, а также мер ответственности за их нарушения;
- организация периодических пресс-мероприятий, посвященных вопросам финансового рынка.

Говоря о необходимости совершенствования государственного взаимодействия со СМИ, нельзя не признать, что в этой сфере уже достигнуты значительные результаты. Сейчас достаточно эффективно функционируют СМИ, для которых финансовые рынки являются важным источником новостей, равно как и новостные выпуски этих СМИ являются важным источником информации для специалистов, работающих на финансовом рынке.

Однако необходимо отметить и некоторые существенные недостатки: число таких СМИ пока сравнительно невелико, а сложившаяся культура взаимодействия государственных чиновников и представителей бизнеса со СМИ способствует использованию информационных поводов преимущественно для личного PR. И это проблема далеко не частная, поскольку в отдельных случаях вынесенные на страницы СМИ публичные дискуссии между чиновниками провоцируют значительные колебания на и без того волатильном фондовом рынке и даже порождают подозрения в сознательном манипулировании и использовании инсайдерской информации, равно как и комментарии экспертов-аналитиков от бизнеса не всегда безупречны.

Совершенствование информационной политики самого крупного и важного ньюсмейкера – государства – безусловно будет способствовать росту информационной культуры всех игроков на этом поле и со временем сможет повысить доверие к российскому финансовому рынку.

* * *

Представленный НАУФОР доклад «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2008 года» предлагает видение стратегических направлений развития финансового рынка, принимая во внимание и государственную политику, и интересы профессионального сообщества. В докладе нет готовых рецептов: сформулированы приоритеты, обозначены основные проблемы, предложены подходы к их решению.

Вопрос о развития финансового рынка в России всегда стоял остро, тем не менее, целостной концепции до настоящего времени не существовало.

Создание ФСФР – нового регулятора, который объединяет более широкий круг полномочий по регулированию финансового рынка, чем ФКЦБ; формулирование стратегии развития финансового рынка – все это этапы создания целостной системы регулирования рынка, которая позволит реализовать ключевые принципы централизации надзора и концентрации ответственности.

Многие проблемы, волнующие профессиональное сообщество, долгое время оставались нерешенными. Стремление устранить пробелы в правовом регулировании, предложить меры по созданию максимально удобной инфраструктуры, оптимизировать механизмы взаимодействия различных сегментов финансового рынка – это только часть вопросов, требующих согласования позиций регулятора и различных участников рынка.