

ФОНДОВЫЙ РЫНОК РОССИИ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА И БЛАГОСОСТОЯНИЯ НАСЕЛЕНИЯ



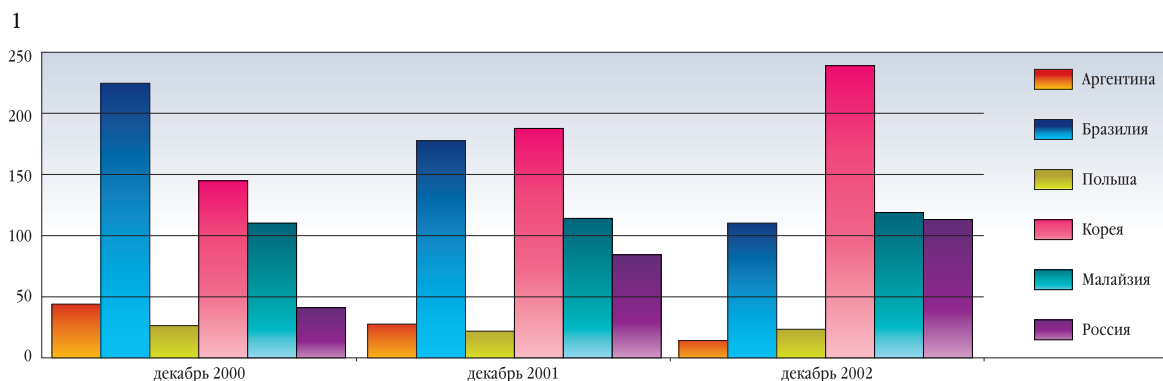
ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ФЕДЕРАЛЬНОЙ КОМИССИИ
ПО РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ
Игорь Владимирович Костиков

Российский фондовый рынок в 2002 году показал очень хорошие результаты. В среднем индексы крупнейших российских бирж за период с января по конец декабря 2002 года выросли почти на 30%. Учитывая то, что развитые фондовые рынки в ушедшем году были достаточно волатильны и нервны, такие успехи российского рынка не могут не радовать. Капитализация российского рынка также выросла, сейчас она составляет порядка 110 млрд. долларов. По этому показателю Россия превзошла ряд европейских рынков (в т.ч. Ирландию, Данию, Грецию), многие развивающиеся рынки (в том числе мексиканский) и стала сопоставима с бразильским и сингапурским рынками акций.

Основными причинами таких результатов является стабилизация экономической ситуации в стране, что, безусловно, благоприятно влияет на настроение иностранных и внутренних инвесторов. А это означает приток новых инвестиций в российские предприятия. Большое значение также имеет происходящее совершенствование российского законодательства в сфере рынка ценных бумаг.

Деятельность Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) в течение последних 2 лет была направлена на построение новой, эффективной модели фондового рынка, призванной обеспечить рост национального благосостояния. Программа построения такой модели предусматривала реализацию действий по реформированию корпоративного управления, налогообложения на фондовом рынке, системы коллективных инвестиций, регулирования профессиональных участников рынка ценных бумаг, надзора и правоприменения.

За прошедшие два года осуществлена разработка и принят ряд законов, обеспечивающих дальнейшее развитие рынка ценных бумаг в России. Эти документы направлены на создание нормативно-правовых оснований для расширения спектра финансовых инструментов рынка ценных бумаг, в том числе ориентированных на привлечение средств частных инвесторов для развития отечественной экономики, совершенствование механизмов деятельности участников рынка и улучшение



КАПИТАЛИЗАЦИЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ (МЛРД. ДОЛЛАРОВ)

его регулирования. Деятельность комиссии прежде всего была направлена на минимизацию рисков как инвесторов, которые вкладывают свои средства в российские предприятия через фондовый рынок, так и профессиональных участников, которые оказывают им посреднические услуги.

Комиссия работала над созданием новой четырехуровневой системы контроля на рынке ценных бумаг. В разрабатываемой системе большая роль отводится организаторам торговли, которые наделяются некоторыми контрольными функциями. Помимо контроля на уровне регулятора и организаторов торговли, участники рынка также будут контролировать свою деятельность с помощью системы внутреннего учета и отчетности.

Большое значение для рынка имеет реформа корпоративного управления, которая совершенствует систему раскрытия информации и снижает риски для инвесторов. В части корпоративной реформы следует отметить вступление в силу поправок к Федеральному закону «Об акционерных обществах», предусматривающих существенное изменение акционерного законодательства в пользу повышения уровня защиты миноритарных акционеров, прозрачности эмитентов и ликвидации последствий приватизации в регулировании АО.

В системе раскрытия информации на рынке ценных бумаг теперь участвуют и организаторы торговли, которые со своей стороны контролируют информацию, поступающую им от эмитентов А первого уровня о выполнении ими норм корпоративного поведения. В этом году ФКЦБ России опубликовала Кодекс корпоративного поведения, являющийся своеобразной базой, на основе которой российские компании будут совершенствовать принципы корпоративного управления. С опубликования кодекса прошло уже достаточно времени, и уже сейчас можно констатировать, что рынок положительно воспринял такую инициативу, а российские компании начали уделять больше внимания этой одной из самых важных сфер своей деятельности.

ФКЦБ России будет и далее обеспечивать повышение прозрачности рынка ценных бумаг, с учетом новых факторов его развития, появления новых задач и функций. Для привлечения капитала и обеспечения эффективного функционирования рынка ценных бумаг представляется необходимым пересмотреть процедуру подготовки и раскрытия информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности предприятий. Раскрытию будет подлежать лишь та информация, которая объективно необходима для принятия максимально информированного инвестиционного решения и для того, чтобы не вводить инвестора в заблуждение. В то же время раскрываемая информация должна быть достаточной для принятия взвешенных инвестиционных решений. При этом при определении «достаточности» раскрываемой информации предлагается исходить из соответствующих положений Кодекса корпоративного поведения и обеспечивать предоставление инвесторам возможности получения полного представления о деятельности организации. В дальнейшем планируется разработать критерии отнесения информации к существенной с точки зрения инвесторов, на основе которых возможно будет определять перечень информации, подлежащей раскрытию.

В 2002 году была ужесточена ответственность за нарушения на рынке ценных бумаг: с вступлением в силу соответствующих поправок в Уголовный кодекс РФ введена уголовная ответственность за преступления на рынке ценных бумаг, а в новом Кодексе об административных правонарушениях изменены пределы штрафных санкций за административные правонарушения на рынке ценных бумаг.



Повышению активности на фондовом рынке способствовали и вступившие в силу налоговые изменения. В ходе налоговой реформы были внесены изменения в Налоговый кодекс РФ, призванные устранить запретительный характер для инвестора, работающего в национальном режиме, а также создать адекватные налоговые условия для российских инвесторов. Оптимизировано налогообложение доходов участников рынка ценных бумаг и срочных сделок путем принятия к учету убытков по операциям с ценными бумагами и переноса их на будущие периоды. Снижена налоговая нагрузка на доходы, получаемые в виде дивидендов по акциям. Улучшены условия для долгосрочных инвестиций граждан за счет освобождения от налогообложения доходов от продажи ценных бумаг, находящихся в собственности физических лиц более трех лет.

Для минимизации рисков в 2002 году были увеличены требования к нормативу достаточности собственных средств профучастников. На рынке должны работать только финансово-стабильные компании, клиенты которых несли бы минимальные риски.

Огромное значение для развития любого фондового рынка имеет постоянный приток внутренних инвестиций. Для России проблема привлечения в российские предприятия средств частных инвесторов в данный момент наиболее актуальна. На руках у российского населения скопились значительные суммы денежных средств, которые не задействованы в российской экономике. Между тем эти финансовые ресурсы должны работать как на благо граждан, так и на благо нашей страны. По мнению ФКЦБ России, базой для притока дополнительных финансовых ресурсов в экономику России должна стать система коллективных инвестиций. Тем более что в этом году в развитии этого сектора российского рынка происходят значительные позитивные изменения, возможно, незаметные для простого обывателя, но имеющие большое значение как для российского рынка ценных бумаг, так и для отечественной экономики в целом.

В России происходит глубокое структурное изменение сектора коллективных инвестиций. Отправной точкой этого процесса можно считать принятый в прошлом году Федеральный закон «Об инвестиционных фондах», который произвел революционные изменения в системе регулирования институтов коллективного инвестирования. При этом логическим продолжением процесса формирования нормативно-правовой базы сектора коллективных инвестиций стала разработка в 2002 году Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг целого ряда дополнительных документов, регламентирующих деятельность этого сегмента рынка.

Сектор коллективных инвестиций существует в России уже на протяжении 6 лет, однако должного развития до 2002 года он не получил. Если на этапе своего зарождения этот сегмент рынка демонстрировал достаточно высокий потенциал, то в дальнейшем темпы его роста несколько замедлились. Объемы средств населения, привлеченных российскими институтами коллективного инвестирования на начало 2002 года, были на порядок ниже, чем объемы средств, привлеченные подобными секторами рынка в других странах, относительно недавно ступивших на путь реформирования экономики. Основной причиной такого инертного развития сектора коллективных инвестиций в нашей стране являлось отсутствие в России необходимой законодательной базы по регулированию их деятельности. Между тем, как показывает мировая практика, привлечение средств населения в реальный сектор экономики посредством институтов коллективного инвестирования традиционно является дополнительным стимулом для развития предприятий и экономического роста. Для российских предприятий развитие сектора коллективных инвестиций позволит привлечь дополнительные внутренние инвестиции, что, несомненно, положительным образом скажется на эволюции как самих компаний, так и российской экономики в целом.

Закон «Об инвестиционных фондах», подписанный Президентом Российской Федерации 30 ноября 2001 года, стал основой нормативно-правовой базы регулирования деятельности институтов коллективного инвестирования. Принятие закона вывело на радикально новую ступень отношения участников отрасли коллективного инвестирования. В первую очередь этот документ был призван обеспечить надежные правовые гарантии инвесторов, которые до этого момента не были регламентированы нормативными документами такого уровня. Закон ввел единые стандарты регулирования взаимоотношений в области коллективных инвестиций и устранил ряд существенных препятствий для аккумуляции свободных денежных средств на организованных рынках капитала. До этого все действующие в Российской Федерации механизмы и схемы коллективных инвестиций функционировали на основе различных стандартов, что, естественно, создавало большие трудности как для финансовых институтов коллективного инвести-



рования и их участников, так и для государственных органов при регулировании их деятельности. Однако, учитывая важность этого сектора рынка ценных бумаг и то, что в него вовлечены средства граждан, мало информированных о принципах деятельности этого сектора рынка, требования к ответственности и профессионализму институтов всех форм коллективного инвестирования должны были быть установлены на достаточно высоком уровне, позволяющем защищать права и интересы вовлеченных в него лиц.

Нормы Закона «Об инвестиционных фондах», устанавливающие полномочия государственного регулирования, в полной мере приведены к стандартам практики регулирования деятельности институтов коллективного инвестирования в экономически развитых странах.

Благодаря этому закону значительно расширилась сфера деятельности акционерных и паевых инвестиционных фондов. Если раньше вся отрасль инвестиционных фондов базировалась только на нескольких функциях, то теперь инвестиционные фонды получили значительно больше возможностей осуществления своей деятельности.

Помимо открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, которые существовали и ранее, закон ввел новые виды ПИФов, а именно закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФы). Основными их особенностями являются:

- возможность долгосрочного планирования инвестиций;
- более жесткая система управления со стороны учредителей доверительного управления;
- возможность вторичного обращения паев;
- размещение дополнительного количества новых паев (решение принимается общим собранием пайщиков);
- возможность оплаты паев неденежными средствами;
- свободная инвестиционная декларация, возможность периодической выплаты инвестиционного дохода;
- возможность приобретения объектов недвижимости и прав на недвижимое имущество.

Управление ЗПИФом, как и другими видами инвестиционных фондов, осуществляется управляющей компанией в соответствии с зарегистрированными ФКЦБ России правилами фондов. Типовые правила доверительного управления фондами всех видов были разработаны ФКЦБ России и утверждены Правительством Российской Федерации летом 2002 года. Они определяют условия доверительного управления паевыми, открытыми и закрытыми инвестиционными фондами. Они содержат перечень сведений, необходимых для внесения в инвестиционную декларацию фонда, которые включают цели инвестиционной политики управляющей компании, объекты инвестирования, их состав и описание, структуру активов фонда, а также описание рисков, связанных с инвестированием. В типовых правилах определяются также права и обязанности управляющей компании, под управлением которой находится фонд, и права владельцев инвестиционных паев. В документе определяются основные вопросы, решения по которым принимаются общим собранием владельцев инвестиционных паев. Типовые правила регламентируют порядок выдачи и погашения инвестиционных паев и порядок внесения изменений и дополнений в правила фонда. Документ также регламентирует условия, при которых фонд прекращает свое действие.

Необходимо отметить, что процедура регулирования деятельности ЗПИФов сходна с нормами регулирования открытых и интервальных паевых фондов, однако существуют некоторые отличия по разрешенным для инвестирования объектам. В частности, ЗПИФы могут вкладывать денежные средства своих пайщиков в объекты недвижимости, в недавно созданные предприятия, а также в акции, не котируемые на биржах. В связи с повышенной рискованностью этого вида ПИФов введена и более строгая и жесткая система регулирования их деятельности.

Закрытые ПИФы являются средствами долгосрочных инвестиций. Они дают большие возможности предприятиям изыскивать средства для реализации каких-либо отраслевых инвестиционных проектов. Они предназначены для инвестирования в недвижимость, в венчурные проекты, в рискованный бизнес, то есть в те активы, в которые обычные ПИФы инвестировать не в состоянии. В течение всего этого года ФКЦБ России занималась разработкой системы надзора и прозрачности этих фондов, для того чтобы инвесторы, вкладывающие средства в подобные финансовые институты, могли адекватно оценить их риски.

Одной из возможностей оценить эффективность деятельности управляющих компаний



по управлению активами всех видов фондов является котировка паев фондов на биржах. Российское законодательство в сфере коллективных инвестиций ввело вторичный биржевой рынок паев, который будет давать рыночную оценку эффективности такого вида финансовых инструментов. ФКЦБ России в 2002 году внесла изменения в требования, предъявляемые к организаторам торговли, позволяющие установить вторичное обращение паев на биржах. Такой вид оценки будет наиболее полезен для закрытых ПИФов ввиду их повышенной рискованности. В связи с тем что закрытые ПИФы вкладывают денежные средства клиентов в недвижимость и рискованные предприятия, расходы их управляющих компаний на управление будут выше, чем в открытых и интервальных паевых инвестиционных фондах. Но при этом и отдача от подобных вложений должна быть соответствующей, то есть риск и доход в закрытых ПИФах в этом случае должны быть уравновешены. Оценить такое равновесие можно будет посредством анализа цен паев этих фондов на биржах.

Вторичное обращение паев позволит пайщикам фондов в любой момент продать принадлежащие им паи по ценам, которые их устраивают. В этом случае работает тот же механизм, что и на вторичном рынке акций, где инвестор вправе продать принадлежащие ему акции по установившимся рыночным ценам. Необходимо отметить, что появление биржевого рынка паев является закономерным результатом эволюции сектора коллективных инвестиций и представляет собой дополнительный стимул развития этого сегмента рынка, так как благодаря этому существующая инфраструктура рынка ценных бумаг будет более активно вовлечена в механизм обращения инвестиционных паев, что повысит доступность ПИФов для частных инвесторов.

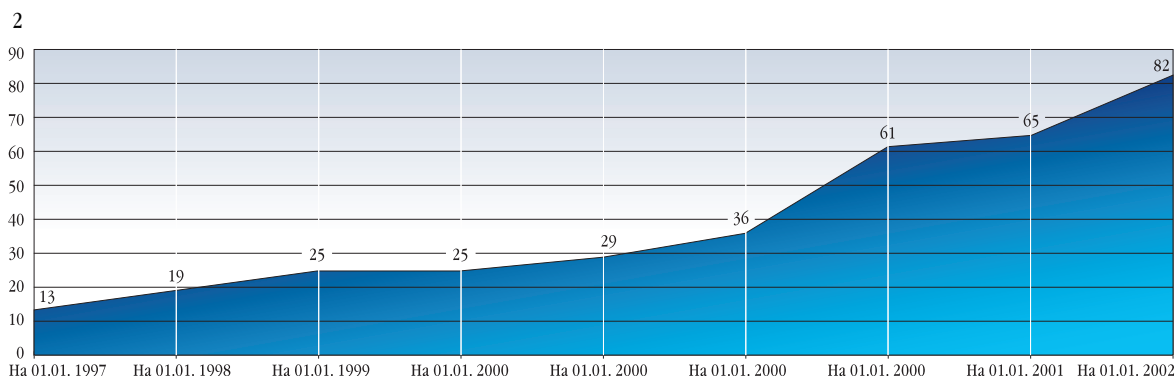
Потенциальными инвесторами открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов могут быть обычные граждане, желающие вложить свои средства в ценные бумаги российских предприятий. Между тем закрытые ПИФы больше ориентированы на крупных институциональных инвесторов. Это могут быть предприятия реального сектора экономики, реализовывающие различные инвестиционные проекты, инвесторы, заинтересованные в венчурном инвестировании, а также физические лица или группы физических лиц, намеренных реализовать частные программы инвестиций. Хотя говорить в данный момент о потенциальных инвесторах ЗПИФов, наверное, еще рано, так как этот вид паевых фондов только начинает свою работу на российском рынке.

ФКЦБ России на протяжении 2002 года разрабатывала дополнительные нормативные акты во исполнение Федерального закона «Об инвестиционных фондах», без которых нормальное функционирование сектора коллективных инвестиций было бы невозможным. Всего комиссией в течение года было принято более 30 нормативных актов, регулирующих деятельность открытых, закрытых и интервальных паевых инвестиционных фондов. Среди которых: требования к составу и структуре активов фондов; положения о порядке подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев фондов; постановление о требованиях к размеру собственных средств управляющих компаний; положения о порядке ведения реестров фондов; положение о деятельности специализированных депозитариев фондов и другие. Сейчас уже можно отметить, что нормативно-правовая база по регулированию сектора коллективных инвестиций в России создана.

Результатом этой законодательной деятельности стало увеличение в России числа управляющих компаний и паевых инвестиционных фондов под их управлением. Так, число управляющих компаний в течение текущего года увеличилось более чем в 2 раза. На 1 января 2002 года лицензии имели только 36 управляющих компаний, в конце декабря этого года их число выросло до 82. Число паевых инвестиционных фондов на конец 2002 года составило 61, из которых открытых – 33, интервальных – 25 и закрытых – 3. При этом это первые закрытые паевые фонды в России, зарегистрированные осенью 2002 года, после вступления в силу Закона «Об инвестиционных фондах», благодаря которому в России стало возможным существование такого вида фондов.

ФКЦБ России считает, что повышение эффективности существующих механизмов трансформации сбережений населения в инвестиции и создание новых эффективных механизмов для реализации этой задачи сегодня является наиболее актуальным. Необходимо построить такую систему регулирования инвестиционной деятельности, которая бы обеспечивала высокую эффективность этих механизмов и, соответственно, существенное увеличение инвестиций. Эта проблема особенно значима в сегодняшней ситуации, когда, с одной стороны, наблюдается исчерпание неинвестиционных факторов роста, а с другой –





КОЛИЧЕСТВО УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ

происходит интенсивный рост свободных финансовых ресурсов. Только средства физических лиц на рублевых и валютных банковских вкладах (без учета вкладов до востребования) составляют более 22 млрд. долларов, а на руках у населения скопились еще более значительные суммы. Кроме этого, существуют также потенциально значительные финансовые ресурсы, накапливающиеся в пенсионной системе. Успех пенсионной реформы в значительной степени зависит от результатов управления накопительной частью трудовой пенсии. В этой связи стоит отметить, что в целом ряде стран, как экономически развитых, так и развивающихся, при размещении пенсионных ресурсов активно используются инструменты фондового рынка, а для управления пенсионными резервами привлекаются частные компании.

Закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» предусматривает возможность размещения средств пенсионных накоплений в инструменты фондового рынка, а с 2004 года и возможность выбора застрахованными лицами частных компаний (управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов) для управления средствами пенсионных накоплений. В то же время мировой опыт показывает, что инвестиционные фонды являются одним из наиболее эффективных механизмов аккумуляции сбережений и трансформации их в инвестиции на фондовом рынке. В связи с этим, очевидно, инвестиционные фонды должны быть в достаточной мере востребованы и в ходе реализации пенсионной реформы.

Основной задачей ФКЦБ России на данном этапе является снижение уровня правовых (стабильность и эффективность регулирования) и инфраструктурных (эффективность инфраструктуры) рисков, в значительной степени определяющих доверие инвесторов к рынку ценных бумаг. Проблема снижения инвестиционных рисков обуславливает необходимость реализации комплекса мер по защите прав и законных интересов инвесторов. Повышение уровня защиты интересов создает необходимость предпосылки формирования благоприятного инвестиционного климата, общие для всех групп инвесторов.

В качестве инвесторов на рынке ценных бумаг потенциально могут присутствовать внутренние частные инвесторы, внутренние институциональные и иностранные инвесторы. Среди них наиболее значимо присутствие на рынке внутренних частных инвесторов, так как именно они являются основным поставщиком инвестиционных ресурсов на рынок ценных бумаг во всех странах с развитыми финансовыми рынками и на большинстве развивающихся рынков.

Однако стимулирование использования населением институтов коллективного инвестирования невозможно без изменения психологии инвесторов, отдающих предпочтение не долгосрочным, а краткосрочным вложениям в депозитные и валютные инструменты. Высокий уровень доверия инвесторов к инструментам фондового рынка является одной из важнейших характеристик развитых финансовых рынков. Соответственно пропаганда коллективных инвестиций и информирование инвесторов являются важными составляющими деятельности регулятора рынка ценных бумаг. Участниками схем коллективных инвестиций в основном являются частные инвесторы, т.е. российские граждане, не обладающие достаточным уровнем финансовой грамотности. В связи с этим необходимо постоянно информировать население о том, что представляет собой рынок ценных бумаг, как работает сектор коллективных инвестиций и какие возможности он предоставляет частным инвесторам. Системное информирование частных инвесторов даст возможность для адекватной оценки рисков и принятия осознанных инвестиционных решений по отдельным финансовым продуктам отрасли коллективного инвестирования.