

Стратегия развития рынка капиталов — 2020



Российский финансовый рынок — диверсифицированная, многоуровневая профессиональная система, приближающаяся по уровню зрелости к развивающимся рынкам новых индустриальных стран. Это перспективный рынок, отличающийся высокими темпами динамики и роста операционной способности.

Вместе с тем деформации и проблемы рынка, модель экономики, в которой он существует, делают его одним из самых рискованных в мире. В его основе — спекулятивная модель с ограниченной способностью к инвестициям,

финансированию экономического роста и инноваций.

Цели развития рынка капиталов

Увеличение долгосрочных инвестиций в реальный сектор, модернизацию, обеспечение устойчивого экономического роста:

- переход от спекулятивной модели финансового рынка (в Стратегии термины «рынок капиталов» и «финансовый рынок» используются как синонимы) модели, ориентированной на финансовое обеспечение и стимулирование устойчивого роста и модернизации российской экономики;

- покрытие потребностей в финансировании быстрорастущих секторов экономики, высокотехнологичных отраслей, инновационного сектора по всем сегментам финансирования (венчурное финансирование, рынки компаний малой и средней капитализации, рынки высокотехнологичных компаний, проектное финансирование на основе институтов развития, сегмент инфраструктурных облигаций и др.);
- опережающий рост прямых иностранных инвестиций в опережение увеличения портфельных вложений нерезидентов, прежде всего в их спекулятивном компоненте, обеспечение накопленных запасов прямых иностранных инвестиций, адекватных крупнейшим развивающимся экономикам;
- увеличение ресурсов бюджета, направляемых для длинных вложений в финансовые активы реальной экономики на внутренних финансовых рынках.

Диверсификация собственности в российской экономике, переход к массовой модели инвестирования в процессе формирования среднего класса:

- движение в сторону экономики «народного капитализма» («капитализма акционеров») вместо «капитализма держателей контрольных пакетов» (стейкхолдеров), расширение участия розничных инвесторов в структуре акционерных капиталов, рост доли активов финансового рынка в долгосрочных сбережениях населения;
- расширение участия в акционерных капиталах институциональных инвесторов, представляющих население (инвестиционных, пенсионных и благотворительных фондов, фондов целевого капитала, страховых компаний, опционных программ для менеджеров и специалистов компаний);
- диверсификация собственности и стимулирование роста эффективности труда на основе создания новых классов инвесторов, представляющих на-

Миркин Яков Моисеевич — заведующий отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, доктор экономических наук, профессор.

Статья содержит ключевые положения Стратегии развития рынка капиталов (далее — Стратегия), разработанной в 2011 г. в интересах СРО «Национальная фондовая ассоциация», участники которой — крупнейшие банки и брокеры-дилеры контролируют более 70% российского рынка капиталов. Стратегия обсуждена и принята НФА для руководства к действию как платформа для консолидации усилий СРО и профессиональных объединений, работающих на российском финансовом рынке. Стратегия развития рынка капиталов разработана Я.М. Миркиным с привлечением материалов А.А. Логинова, К.Б. Бахтараевой, З.А. Лебедевой, А.В. Левченко, А.Е. Абрамова (личные пенсионные счета).

селение (внутрикорпоративные пенсионные и инвестиционные планы);

- развитие институтов защиты собственности (корпоративное управление, информационная прозрачность, защита прав инвесторов, справедливая оценка, независимое и эффективное правоприменение).

Рост конкурентоспособности российских финансовых рынков в сравнении с зарубежными формирующимися рынками-конкурентами, предупреждение ухода торговой активности, эмитентов и инвесторов за рубеж, снижение регулятивных издержек, повышение роли государства и саморегулирования в стимулировании развития рынка как инструмента долгосрочных инвестиций для модернизации экономики:

- обеспечение роста внутреннего спроса на долгосрочные вложения в финансовые инструменты (акции, корпоративные облигации, паи и полисы институциональных инвесторов, вкладывающих средства в реальный сектор) прежде всего за счет сбережений населения;

- сокращение зависимости внутренних финансовых рынков от спекулятивного компонента иностранных портфельных инвестиций:

- ослабление стимулов к «кэрри трейд» (carry trade), к манипулированию рынками со стороны внешних инвесторов;

- создание механизмов, противодействующих формированию «мыльных пузырей» за счет потоков средств нерезидентов, затрудняющих финансовые инфекции (financial contagion), неожиданные прекращения прихода иностранных капиталов (sudden stop), бегство капиталов в его разрушительных формах (capital flight);

- повышение эффективности государственного регулирования финансовых рынков:

- преодоление разрыва между функциями, возложенными на

финансовых регуляторов, их операционной способностью и выделенными ресурсами;

- снижение регулятивных издержек;

- повышение роли государства и саморегулирования в стимулировании развития рынка как инструмента долгосрочных инвестиций для модернизации экономики;

Российский финансовый рынок — перспективный рынок, отличающийся высокими темпами динамики и роста операционной способности.

- рост эффективности российских финансовых рынков, повышение их ликвидности, их переход к более зрелому состоянию на уровне развивающихся рынков (emerging markets) новых индустриальных экономик:

- «финансиализация» экономики, кратный рост денежной массы, обращающейся на финансовых рынках, числа их участников, финансовых инструментов, находящихся в обращении, видов сделок, специализированных сегментов рынков;
- переход от системы финансирования экономики, основанной на банках (bank-based system), к смешанной модели, включающей значимые элементы системы финансирования экономики, основанной на рынке (market-based system);

- снижение транзакционных издержек;

- консолидация ликвидности, рынков и их инфраструктуры, преодоление их фрагментарности; сохранение конкурентных начал на основе открытости в создании альтернативных рынков и инфраструктурных институтов; внедрение института центрального контрагента;

- обеспечение одного из самых высоких для формирующихся рынков уровня информационной прозрачности, честности и справедливости ценообразования, защиты инвесторов;

- снижение уровня системного риска финансовых рынков, обеспечение их устойчивого функционирования при предупреждении финансовых кризисов и вызванной ими макроэкономической нестабильности:

- создание внешних условий функционирования финансового рынка, обеспечивающих рост его устойчивости к систем-

ному риску, ограничивающих интересы глобальных инвесторов к размещению преимущественно «горячих денег» на российском рынке (денежная, валютная, кредитная, процентная политика, политика счета капиталов, налоговая, бюджетная, ценовая политика);

- создание системы макропрudenциального надзора, системы информационного взаимодействия и координации действий финансовых регуляторов в урегулировании системного риска;

- реструктурирование финансового сектора, направленное на обеспечение финансовой устойчивости в функционировании его институтов:

- рост капитализации финансовых институтов;

- ослабление олигополий на финансовых рынках, защита конкурентной рыночной среды;

- внедрение механизмов регулирования рисков, направленных на подавление эксцессивной волатильности, на предупреждение перегрева финансовых рынков, на подавление стимулов к принятию эксцессивных рисков для генерации краткосрочных прибылей;

- рост капитализации финансовых рынков на основе фундаментальных (вместо преимущественно спекулятивных) факторов, постепенный пере-

ход к оцененности российско-го бизнеса на уровне новых индустриальных экономик.

Переход по уровню зрелости в кластер финансовых рынков «новых индустриальных экономик»:

- 1) капитализация/ВВП устойчиво выше 80–90%;
- 2) рост числа эмитентов на открытых рынках в 3–4 раза;
- 3) увеличение free float до 25–30%;
- 4) развитые сегменты компаний средней и малой капитализации; работающий рынок венчурного финансирования;
- 5) снижение волатильности в 1,5–2 раза;
- 6) соотношение внутреннего и внешних рынков финансовых активов с российскими корнями — 8:2;
- 7) кратное снижение зависимости от нерезидентов, двукратный рост индикатора «Прямые иностранные инвестиции / портфельные иностранные инвестиции»;
- 8) снижение уровня концентрации, олигополизации.

Переход к новой модели финансового рынка

Уход от спекулятивной модели. Ненасыщенность экономики деньгами и зависимость от внешнего денежного спроса (при низком внутреннем) привели к созданию в РФ (в 1995–2008 гг.) одной из самых рискованных в мире моделей финансового рынка — спекулятивной модели. Она основана на эксцессивной зависимости от инвестиций нерезидентов (долевых и долговых, прямых и портфельных), ставших в 2000-е годы базой эмиссии рубля и ключевым источником внутреннего кредита. При этом значимая часть финансовых активов резидентов перемещена за рубеж. Капиталы и ресурсы финансовых институтов ограничены. Высоки системные риски рынка. Волатильность одна из самых высоких в мире.

Необходима трансформация этой модели, привычной для треть-

го мира, в устойчивую и сбалансированную модель финансового рынка, адекватную по уровню новым индустриальным странам.

Для этого важна активная политика государства по увеличению финансовой глубины экономики, опережающему росту внутреннего денежного спроса в сравнении с внешним, нормализации инфляции, процента, валютного курса, волатильности активов.

Отсутствуют налоговые барьеры, противодействующие накоплению в экономике горячих денег и созданию «мыльных пузырей».

Значимый вклад должна внести реструктуризация финансового сектора с целью роста его капитализации, качества управления рисками и, как следствие, способности финансировать экономику и инновации.

Урегулирование конфликтов в модели финансового рынка. В 1990-е годы была сделана попытка переноса в РФ системы финансирования на базе рынка (market-based system) англосаксонских экономик на базе собственности, более диверсифицированной, чем в континентальной Европе, новых индустриальных странах Азии и в большинстве других стран. Для последних характерна модель финансового сектора, основанная на контрольных владениях в капиталах, на банках и долговом финансировании (bank-based system) при подчиненной роли рынка акций, деривативов, финансовых инноваций, розничных инвестиций в долевые инструменты.

Результат — дублирование и фрагментарность инфраструктуры рынка, конфликтность регулирования, «забегание вперед» в финансовом инжиниринге. Не увенчалось успехом копирование модели финансирования инноваций, основанной на венчурных институтах, капитализирующих

высокотехнологичные компании через IPO.

Для Российской Федерации неизбежна смешанная модель финансового сектора (bank-based с пристройками от market-based). Задачи государства — содействие секьюритизации, развитию прямых иностранных инвестиций, долгосрочных вложений в акции, рынков длинных долгов, корпоративного контроля; сдерживание спе-

кулятивного компонента; ужесточение надзора за честностью цен; налоговые стимулы для долгосрочных инвесторов в приоритетные отрасли; устранение двойственности и фрагментарности в регулировании и инфраструктуре. Деривативы, финансовые инновации, англосаксонская модель в венчурном финансировании — подчиненные опции. Должна быть найдена отечественная модель венчурного финансирования, неизбежно основанная на расширенном участии государства (европейский и азиатский опыт).

Баланс стимулирования и регулирования. В модели финансового рынка должны быть усилены стимулы, прежде всего налоговые, к долгосрочным инвестициям в реальный сектор и в инновации. В России мало используется налоговый опыт развитых стран, стимулирующий инвестиции, прежде всего розничные, в приоритетные отрасли, на большой срок и на консервативной основе. Отсутствуют налоговые барьеры, противодействующие накоплению в экономике горячих денег и созданию «мыльных пузырей».

Неизбежное ужесточение регулирования финансового рынка, отражающее практику мировой ре-

формы финансового регулирования, должно происходить только в меру усиления стимулирующих начал в модели финансового рынка. Российская финансовая история показывает, что требуется повышенное внимание и предельная аккуратность при переносе в отечественные условия теоретических взглядов, возникших в другое время и в чужой практике. В связи с этим можно ожидать огромной осторожности от финансовых властей в росте регулятивной нагрузки на российский финансовый рынок в 2010–2011 гг., в применении к нему всего объема норм, относящихся к посткризисным финансовым реформам в развитых странах. Молодой развивающийся рынок, который должен опосредовать более высокие риски опережающего развития и инноваций, не может нести ту же регулятивную и налоговую нагрузку, какую несут зрелые рынки индустриальных стран с более низкими темпами экономической динамики.

Брокерско-дилерские компании (инвестиционные банки) должны нести более низкую регулятивную нагрузку в отличие от банковского сектора как основы платежной системы, социальной стабильности, базы для финансирования крупнейших компаний. Различна природа рисков этих институтов. В международной практике инвестиционные банки дополняют коммерческие. Они, будучи менее регулируемы, должны брать на себя более высокие риски, фи-

нансируя инновационный сектор (кроме венчура), быстрорастущие компании, вывод их на финансовый рынок, реструктуризацию бизнеса (рынок корпоративного контроля). Они нацелены на инвесторов, принимающих особенные риски (нерезиденты, квалифицированные инвесторы, часть среднего класса с наиболее крупными доходами). При создании пруденциального надзора за брокерско-дилерскими компаниями было бы ошибкой переносить на них всю тяжесть надзора, осуществляемого за коммерческими банками.

Диверсификация собственности как базы рынка капиталов. Инвесторы

Цели. Российские компании, как правило, находятся под контролем узкой группы собственников. Как следствие, высоки риски социальных конфликтов, невозможно создание «народного капитализма», сужен внутренний спрос на акции и, следовательно, велика зависимость от спекулятивных иностранных инвесторов, подавлены стимулы к оценке компаний на основе их капитализации, ограничен интерес населения к долевному владению бизнесом, преобладает долговой рынок, упрощена структура финансового рынка.

Рынок не полностью выполняет свои функции по долгосрочному финансированию экономики и содействию в управлении рис-

ками (в осуществлении IPO, привлечении долговых денежных ресурсов под низкий процент, хеджировании рисков).

Внутренний денежный спрос на финансовые инструменты резко ограничен по сравнению с индустриальными и многими развивающимися экономиками. Интересы инвесторов искажены из-за отсутствия необходимых налоговых стимулов. Незначительно присутствие долгосрочных иностранных инвесторов на внутреннем рублевом рынке. На внутреннем рынке ограничена возможность получить крупные денежные вливания. Как следствие, многие предприятия не способны и не подготовлены к выходу на фондовый рынок за инвестициями, имеют фальсифицированную структуру собственности, множественный бухгалтерский учет, искусственно раздроблены, поддерживают значительные теневые обороты, нуждаются в реструктуризации.

Развитие зарубежных финансовых рынков несколько десятилетий связано с внедрением внутрикорпоративных компенсационных, инвестиционных и пенсионных планов (мотивационных программ), направленных на урегулирование корпоративных конфликтов, более активное вовлечение персонала в формирование собственности на акции корпораций. По экономической сути эти планы являются институциональными инвесторами, держателями «длинных денег», способными внести значительный вклад в укрепление внутреннего спроса на финансовые активы реального сектора.

Использование внутрикорпоративных планов придает большую устойчивость фондовому рынку и корпоративным финансам, повышает эффективность операционной деятельности компаний и их капитализацию, обеспечивает диверсификацию структуры собственности. Вложения сотруд-



ников в акции корпорации, в которой они работают, и соединение этих инвестиций с долевыми инвестициями работодателя в интересах сотрудников существенно повышают лояльность к работодателю, определяют заинтересованность персонала в росте экономической эффективности бизнеса.

Этот класс инвесторов в России полностью отсутствует.

Важнейшей целью развития финансового рынка является устранение негативных эффектов, связанных с чрезмерной концентрацией собственности и неполной выполнением финансовым рынком своих функций.

Меры. Необходимо реализовать систему мер, основанных на международной практике и направленных на диверсификацию собственности и рост внутреннего денежного спроса на финансовые активы, в том числе:

- сформировать программу действий государства по диверсификации собственности и превращению среднего класса в класс акционеров;
- устранить регулятивные и налоговые барьеры для развития всех видов институциональных инвесторов, обеспечивающих трансформацию сбережений населения в долгосрочные инвестиции в реальный сектор (страховые компании, пенсионные, инвестиционные и благотворительные фонды, институты альтернативных инвестиций);
- расширить налоговые стимулы для всех классов инвесторов, численность которых в России существенно уступает международной практике;
- устранить правовые барьеры для выпуска опционов менеджеров, создать стандартизированные опционные программы для менеджмента и персонала компаний под налоговые льготы;
- дать возможность учреждать внутрикорпоративные пенсионные и инвестиционные планы под налоговые льготы;



- ввести индивидуальные пенсионные счета, снять излишние ограничения для инвестирования на фондовом рынке для институциональных инвесторов;
- создать льготный налоговый режим для формирования благотворительных и эндаумент-фондов и превращения их в крупных институциональных инвесторов.

Для реализации этих задач предлагается следующее.

При приватизации государственных пакетов акций крупнейших российских компаний и банков закрепление не менее 15–25% объема размещения на внутреннем рублевом рынке за розничными инвесторами (с продажей части приватизируемого пакета акций на специализированном аукционе).

Установление (в соответствии с международной практикой) режима налогообложения доходов физических лиц и прибыли организаций в части доходов от акций и облигаций, стимулирующего долгосрочные вложения средств в приоритетные отрасли:

- введение целевых налоговых льгот, направленных на поощрение: долгосрочных инвестиций в акции (соблюдение минимальных сроков владения акциями), неспекулятивных прямых инвестиций (при установлении нижней доли владения бизнесом), инвестиций в обозначенные в законодательстве акции (организаций определенных приоритетных отраслей, венчурных компаний, компаний высоких технологий,

быстрорастущих компаний, компаний, реализующих инфраструктурные проекты, проекты на основе государственно-частного партнерства (социально значимые проекты)), вывода акций на организованные рынки (льготы возникают, если акции прошли листинг и обращаются на фондовой бирже), спроса на акции (вычет из налоговой базы процентов за кредит, взятый на покупку акций, в полном объеме);

- создание равного налогового режима в части инвестиций в ценные бумаги для физических лиц — резидентов и нерезидентов¹; либо поощрение прямых вложений иностранных инвесторов в ценные бумаги путем предоставления им национального режима налогообложения, снижения повышенных налоговых ставок, установленных им в сравнении с отечественными инвесторами, при условии держания ценных бумаг не менее определенного срока (например, трех лет);
- налоговое стимулирование отечественных институциональных инвесторов, направленное на расширение их инвестиций в реальный сектор экономики (освобождение от налогообложения доходов инвестиций в корпоративные облигации компаний приоритетных отраслей с рыночной котировкой на внутренних организованных рынках);
- снятие правовых барьеров и создание налогового механизма, который сделал бы экономически возможными и массовыми опционные программы для менеджеров и работников в рамках действующего правового поля, ис-

ключил бы неоправданную налоговую нагрузку, приводящую к выводу существенных частей опционных программ в искусственные схемы за рубеж;

- предоставление налоговых льгот по доходам физических лиц — пайщиков инвестиционных фондов, финансирующих социально значимые проекты («социально ответственное инвестирование», «зеленое инвестирование», «инфраструктурное инвестирование» и т.п.) и получивших аккредитацию в установленном порядке. В качестве возможных направлений деятельности таких фондов могут быть проекты в области защиты окружающей среды, строительства доступного жилья и инфраструктуры, образования, малого бизнеса, науки и инноваций и др. Аккредитация инвестиционных фондов может осуществляться саморегулируемой организацией или государственным регулятором. Аккредитованные организации должны будут раскрывать информацию о структуре активов и ее соответствии установленным аккредитационным требованиям;
- налоговое стимулирование долгосрочного спроса на корпоративные ценные бумаги, источником которого является банковский кредит. Например, исключение из налоговой базы налога на доходы физических лиц процентов за кредиты, взятые физическими лицами для приобретения корпоративных ценных бумаг ре-

зидентов, если они имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках при соответствии минимальным срокам инвестиций в ценные бумаги;

- поощрение усилий финансовых институтов, нацеленных на привлечение розничных сбережений для вложений на фондовом рынке, на укрепление внутреннего спроса населения на финансовые активы. В частности, введение льготных (пониженных, например, на 50%) ставок налога на прибыль профессиональных участников рынка ценных бумаг, сформированную операциями с физическими лицами — резидентами.

Обеспечение равенства в условиях налогообложения для традиционных банковских продуктов и для ценных бумаг и, соответственно, равенства с точки зрения инвестиционной привлекательности этих продуктов. Основа широких розничных операций с банковскими депозитами — освобождение доходов от процентов по банковским вкладам, если они выплачиваются в пределах сумм, рассчитанных исходя из ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной на 5 процентных пунктов. В сравнении с налоговым режимом, установленным для банковских депозитов, любые ценные бумаги проигрывают, доходы по ним полностью подлежат налогообложению.

Предоставление возможности физическим лицам открывать личные пенсионные счета в банках, пользующихся налоговыми льготами, для целевого инвестирования средств со счетов на российском рынке ценных бумаг (аналог — IRA), а также создание для этого нормативной базы. Открытие физическими лицами личных пенсионных счетов в кредитных организациях должно осуществляться на основе добровольного перевода на них части доходов физических лиц с последующим их инвестированием в ценные бумаги и использованием накопленных средств при получении права на пенсию. Необходимо создать систему налогового стимулирования личных пенсионных накоплений граждан за счет исключения из налогооблагаемой базы по подоходному налогу сумм, вносимых на личные пенсионные счета, и льготного налогообложения доходов, получаемых гражданами от вложений в ценные бумаги и другие финансовые активы, осуществляемых с личных пенсионных счетов.

Расширение круга лицензируемых финансовых институтов — институциональных инвесторов (хедж-фондов, компаний частного капитала, венчурных компаний, действующих в качестве юридических лиц). Формирование регулятивной инфраструктуры, обеспечивающей формирование необходимой капитальной базы, под-

В настоящее время распространена практика заключения опционных соглашений в зарубежном праве из-за существенных налоговых расходов:

- для юридических лиц возникает обязанность по уплате налога на прибыль организаций на момент исполнения опционов участниками из-за ценового спреда; налоговая база — превышение фактической рыночной цены на дату сделки, признаваемой ценой реализации в налоговом учете, над льготной ценой, зафиксированной в договоре, в соответствии с п. 5 ст. 280 Налогового кодекса Российской Федерации;
- для физических лиц возникает обязанность по уплате налога на доходы физических лиц:
 - а) при покупке акций при исполнении опционов: налоговая база — материальная выгода, равная превышению рыночной стоимости акций над льготной ценой, зафиксированной в договоре в соответствии с п. 4 ст. 212 Налогового кодекса Российской Федерации;
 - б) при продаже акций на вторичном рынке: налоговая база — прирост стоимости акций по сравнению с ценой покупки за вычетом сумм материальной выгоды, с которой были уплачены налоги в соответствии с п. 13 ст. 214.1 Налогового кодекса Российской Федерации.

держание приемлемого уровня рисков, выполнение требований пруденциального надзора, надлежащего корпоративного управления и раскрытия информации.

Создание новых классов институциональных инвесторов — внутрикорпоративных пенсионных, опционных, компенсационных (оплата труда ценными бумагами работодателя) и инвестицион-

Вложения сотрудников в акции корпорации, в которой они работают, существенно повышают лояльность к работодателю.

ных планов в интересах работников коммерческих организаций, обеспечивающих рост доли работников в акционерных капиталах своих предприятий и стимулирующих повышение эффективности труда персонала. В частности, внедрение в практику планов наделяния сотрудников акционерной собственностью (аналоги в США — Employee Stock Ownership Plan (ESOP), в Великобритании — Share Incentive Plan (SIP); планов по приобретению акций для сотрудников (аналоги в США — Employee Stock Purchase Plan (ESPP), в Великобритании — Savings-Related Share Option Scheme, Save As You Earn (SAYE)); комбинаций указанных планов (аналог в США — план 401 (k)).

Обеспечение налогового стимулирования коммерческих организаций, создающих внутрикорпоративные пенсионные, компенсационные и другие планы в интересах своих работников, а также других участников планов при вложении ими средств в акции своих предприятий (имея в виду, что данные планы могут включать в свои активы собственные ценные бумаги работодателя только в том случае, если они имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках). В частности, применение для них налоговых льгот, принятых в международной практике: пониженные

или нулевые ставки налогов на доходы физических лиц в случае длительного нахождения акций во внутрикорпоративном плане; уменьшение налогооблагаемых доходов работодателя на сумму расходов на реализацию внутрикорпоративного плана; получение отсрочки в уплате налогов по доходам от реализации активов в пользу участников внутрикорпоративного плана.

Устранение излишних налоговых расходов в части налогообложения материальной выгоды физических лиц при реализации планов наделяния сотрудников собственностью на акции компании (внутрикорпоративных инвестиционных планов).

Внедрение механизма стандартных опционных планов под налоговые льготы (примеры — стандартные опционные планы: Incentive Stock Option Plan, ISOP — США, Company Share Option Plan, CSOP, Enterprise Management Incentive, EMI — Великобритания). Устранение излишних налоговых расходов в части налогообложения материальной выгоды физических лиц при переходе к сотрудникам собственности на акции компании (в рамках внутрикорпоративных инвестиционных планов и опционных программ). В частности, исключение из налоговой базы по налогу на доходы физических лиц — участников опционных программ материальной выгоды, равной превышению рыночной стоимости акций, определяемой исходя из рыночной (расчетной) цены с учетом предельной границы колебаний (например, 20%) над льготной ценой, зафиксированной в опционном договоре.

Аналогично для юридических лиц — организаторов опционных

программ, продавцов акций по опционам (в целях устранения излишних налоговых расходов): включение в налоговую базу по налогу на прибыль организаций в качестве доходов стоимости акций по льготной цене, зафиксированной в договоре с участником опционной программы, вместо фактической рыночной стоимости акций (минимальной цены сделки на организованном рынке ценных бумаг), поскольку в рамках действующего налогового режима на момент исполнения опционов участниками возникает ценовой разрыв, который подлежит налогообложению.

Снятие правовых барьеров для развития фондов целевого капитала (эндаументов) как институциональных инвесторов. Введение налоговых льгот жертвователям (включение сумм пожертвований в состав расходов, учитываемых при определении налоговой базы по налогу на прибыль; предоставление социального вычета физическим лицам, сделавшим пожертвование). Обеспечение налогового режима для благотворительных фондов как институциональных инвесторов, сопоставимого с фондами целевого капитала. Формирование регулятивной инфраструктуры, обеспечивающей необходимые стандарты корпоративного управления и раскрытия информации в секторе институциональных инвесторов, финансирующих социальные нужды на началах благотворительности.

Расширение круга лицензируемых финансовых институтов — институциональных инвесторов (хедж-фондов, компаний частного капитала, венчурных компаний, действующих в качестве юридических лиц). Формирование регулятивной инфраструктуры, обеспечивающей формирование у них необходимой капитальной базы, поддержание приемлемого уровня рисков, выполнение требований пруденциального надзора, надлежащего корпоративного управления и раскрытия информации.



Снятие излишних ограничений в использовании активов институциональными инвесторами на фондовом рынке. Вложение доли средств (5–10%) государственных внебюджетных фондов инвестиционного назначения в рублевые корпоративные облигации через институт независимых портфельных управляющих.

Формирование сегмента социально ответственного инвестирования (далее — СОИ) на фондовом рынке. СОИ предполагает применение ряда этических, социальных, экологических критериев, а также критериев, связанных с корпоративным управлением, при осуществлении инвестиций на рынке ценных бумаг. На зарубежных финансовых рынках СОИ представлено значительными объемами активов, широким и разнообразным составом финансовых посредников, активным участием крупных институциональных инвесторов.

Развитие СОИ в России может выступить не только как инструмент для качественного преобразования фондового рынка в посткризисный период на основе привлечения долгосрочных инвесторов и населения, повышения информационной прозрачности российского бизнеса, но и как инструмент для решения значимых социально-экономических задач. Для формирования СОИ на российском фондовом рынке необходимо активное участие государства (применение критериев СОИ для управления государ-

ственным имуществом, например частью активов Фонда национального благосостояния); введение требований в области раскрытия информации управляющими компаниями — об использовании критериев СОИ, эмитентами — о социальных и экологических факторах их деятельности; внедрение налоговых льгот для инвесторов инвестиционных фондов и финансовых институтов, финансирующих социально значимые проекты; поддержка развития информационно-аналитической инфраструктуры СОИ (создание информационных платформ, форумов СОИ, развитие исследовательской и информационной работы, создание фондовых индексов СОИ и специализированных информационно-аналитических организаций в области СОИ).

Защита прав инвесторов. Создание в ФСФР России «горячей линии» для инвесторов, которая стала бы действенным механизмом оперативного рассмотрения и расследования жалоб инвесторов на нарушение их прав в рамках корпоративного управления, а также на нарушение принципов честного и справедливого ценообразования на рынке ценных бумаг, на нечестную торговую и клиентскую практику профессиональных участников рынка.

Придание государственного статуса позиции финансового омбудсмена. Создание Службы финансового омбудсмена как специализированного ведомства, деятельность которого направлена на обеспечение защиты прав граждан на финансовом рынке и в сфере корпоративного управления (практикуется в Великобритании, США и других странах).

Создание системы мониторинга и надзора, обеспечивающей прекращение обращения в Интернете суррогатов ценных бумаг и введения нелегальной профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Переход к систематическому публичному

раскрытию информации о рисках инвесторов, связанных с участием в нелегальной финансовой деятельности в Интернете. Расширение практики правоприменения в части противодействия манипулированию и использованию инсайдерской информации на финансовом рынке. Расширение ресурсной базы и операционной способности финансового регулятора в мониторинге нарушений честных торговых практик. Адаптация систем мониторинга к особенностям российского финансового рынка (структура рынка, его ликвидность, характерная волатильность и т.п.). Создание института независимых расследований и неаффилированных рабочих групп для анализа специальных ситуаций на рынке и выявления фактов манипулирования рынком со стороны крупнейших финансовых посредников и инвесторов. Переход в регулировании к учету издержек на обеспечение соответствия регулятивным требованиям (издержки на «комплаенс»), предупреждение эксцессивных издержек в этой области.

Необходима разработка профессиональных стандартов для персонала регулятора, направленных на избежание конфликтов интересов на финансовом рынке, исключение инсайдерства, честность и порядочность при осуществлении регулирования.

Целесообразна диверсификация санкций в отношении участников рынка, расширение мягких мер воздействия (возможности заключения соглашения, установления отдельных лимитов на сделки и позиции). ■

ПЭС 11174/14.11.2011

Продолжение следует

Примечания

1. В настоящее время доходы иностранных инвесторов — физических лиц по торговым операциям с ценными бумагами облагаются налогом на доходы физических лиц по ставке 30%.