

НЕКОТОРЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ РЫНКА ЭМИССИОННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ БЕЛАРУСИ

М.В. Лихошерст,

начальник отдела корпоративных облигаций ОАО «ДЕРЖАВИНВЕСТ»

Одной из главных причин разразившегося мирового финансового кризиса явилась недостаточная эффективность системы построения и регулирования мировых, региональных и национальных финансовых рынков, механизмов защиты инвесторов от потенциальных рисков их функционирования, в том числе фондовых рынков. Уроки кризиса должны быть учтены в нашей стране с тем, чтобы она располагала современным эффективным транспарентным фондовым рынком.

В настоящее время в Беларуси создан и функционирует рынок эмиссионных корпоративных ценных бумаг (ЭКЦБ) с современной нормативно-правовой базой, системой институтов, инфраструктурой и системой государственного регулирования, в том числе регулирования международного обращения ценных бумаг, отвечающий нынешним требованиям международных стандартов.

Проведенный автором анализ структуры, динамики и результатов функционирования рынка позволяет утверждать, что рынок эмиссионных ценных бумаг субъектов хозяйствования развит пока недостаточно.

В функционировании фондового рынка и рынка ЭКЦБ существует ряд серьезных проблем макроэкономического, институционального, правового и регулятивного характера.

Решению этих проблем, сдерживающих развитие рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг, посвящена данная статья. В ней рассмотрены предлагаемые автором перспективная модель рынка ЭКЦБ, а также комплекс мер по развитию рынка ЭКЦБ с учетом опыта и необходимости преодоления последних тенденций на мировых рынках.

Под моделью рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг автор понимает

системную совокупность ключевых блоков, в частности: комплекс институтов, механизмы функционирования рынка, а также систему его регулирования. Все элементы модели находятся в тесной взаимосвязи, что подразумевает необходимость комплексности их рассмотрения.

При определении черт перспективной модели рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг Беларуси (далее – перспективная модель) автором был учтен опыт развитых стран, а также государств с развивающимся рынком корпоративных ценных бумаг, опыт и рекомендации влиятельных международных финансовых организаций. Становление и развитие рынка ЭКЦБ Беларуси предполагает ориентацию на общемировые принципы и стандарты функционирования рынка.

Перспективная модель концептуально строится на придании приоритета основополагающим документам Международной комиссии по ценным бумагам (IOSCO), включая «Цели и принципы регулирования рынка ценных бумаг», и на всестороннем анализе опыта функционирования фондового рынка в Беларуси [2]. Исходя из этого, принципиальным должно стать *решение следующих задач* регулирования рынка ценных бумаг:

- защита инвесторов;
- обеспечение функционирования честного, эффективного и прозрачного (транспарентного) рынка;
- снижение неинвестиционных рисков.

Автор считает, что данные задачи являются ключевыми при построении белорусской перспективной модели фондового рынка, так как они приоритетны и в дальнейшем развитии международного рынка капиталов.

При построении перспективной модели предполагается также следовать принципам организации рынка по образцу так называемой смешанной модели, т. е. совмещающей черты как европейской, так и американской модели. Подобный уклон является сегодня общемировой тенденцией, связанной с формированием сбалансированной системы функционирования рынка без преобладания отдельных ее блоков. Сбалансированность предполагает в первую очередь большую защиту от кризисных ситуаций, вызываемых как внешними, так и внутренними факторами. Целесообразно уйти от преобладания банковского сектора, имеющего место в настоящее время, что в долгосрочной перспективе позволит преодолеть ограниченность доступа на финансовый рынок иных инвес-

торов (как институциональных, так и индивидуальных), повысить сбалансированность рынка ценных бумаг, снизить концентрацию риска как для самого рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг, так и для банковского сектора.

На схеме приводится разработанная автором перспективная структура рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг, коим он должен предстать в будущем при условии выполнения комплекса мер по его развитию. Пунктирной линией обозначены добавленные перспективные блоки к существующей структуре. Также помимо вновь вводимых блоков в перспективной структуре предполагается значительное совершенствование большинства ее функционирующих сегодня элементов.



Источник. Собственная разработка.

Приведенная структура отражает содержание системы институтов (участники, инфраструктура) и регулирования рынка. Указанные элементы объединяет предлагаемый перспективный механизм функционирования рынка ЭКЦБ. Представленные в тексте предложения с разной степенью детализации раскрывают указанные блоки перспективной модели построения рынка ЭКЦБ.

Участники рынка ЭКЦБ. В отношении группы участников структура перспективной модели рынка ЭКЦБ предполагает широкий доступ всех видов эмитентов и инвесторов.

Число эмитентов в перспективной модели будет увеличено по сравнению с их текущим количеством для придания надлежащей активности указанному институту на рынке ЭКЦБ. Кроме того, данному увеличению будут способствовать общесистемные, макроэкономические факторы: развитие корпоративной культуры в экономике Беларуси, постепенное разгосударствление и реструктуризация экономики страны, приток иностранного капитала. Именно повышение корпоративной культуры, принятие на вооружение новых методов управления предприятием и капиталом, использование широкого перечня уникальных свойств акционерной формы организации субъекта хозяйствования становятся важнейшими задачами.

Необходимым условием развития станет *приход на рынок крупных, устойчиво функционирующих эмитентов*, ценные бумаги которых принято называть «голубыми фишками». Приход на рынок ценных бумаг данного вида эмитентов ведет к повышению устойчивости рынка, росту доверия к нему, позволяет ввести дополнительный критерий оценки состояния ликвидности вторичного рынка и направления котировочного тренда (по росту или падению курса «голубых фишек» определяют общую тенденцию рынка в отношении соответствующей отрасли экономики). Эти ценные бумаги значительно повышают уровни ликвидности и капитализации вторичного рынка.

Допускается вариативность развития данного компонента рынка, которая зависит от степени интенсивности политики разгосударствления в стране. В случае активного акционирования либо вывода облигаций крупных государственных компаний на ры-

нок последний раньше приобретет необходимый импульс развития, и указанный фактор сможет предопределить скорейшее развитие всего рынка ЭКЦБ. При сдержанной политике разгосударствления «голубые фишки» придут на уже активно действующий фондовый рынок. При обеих схемах наличие в обращении ценных бумаг крупнейших субъектов хозяйствования страны является неотъемлемым условием эффективного функционирования рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг в долгосрочной перспективе.

В рамках схемы перспективной модели особо выделены *иностранные инвесторы* ввиду их важной роли в процессе функционирования перспективного фондового рынка. Их присутствие в перспективной модели значительно расширится, чему будет способствовать ряд общеэкономических факторов, а также положительная тенденция развития рынка корпоративных ценных бумаг. При этом роль иностранного капитала на разных стадиях развития рынка будет различной, как и оптимальная его доля. Опыт стран с возникающими рынками показывает, что на начальной стадии роль иностранного капитала не станет в значительной степени определять темпы развития рынка. Однако, по мере его развития, и особенно вторичного рынка, роль иностранного капитала возрастет. На этой стадии приход иностранного капитала примет характер цепной реакции, что положительно повлияет на рост капитализации рынка. На стадии зрелости перспективной модели, помимо источника иностранных инвестиций, капитал нерезидентов выполняет важную роль измерителя доверия иностранного капитала к национальной экономике, что отражается в его наличии или оттоке. С учетом присутствия значительной спекулятивной составляющей рост участия иностранного капитала должен иметь определенные пределы, позволяющие обеспечивать безопасность фондового рынка страны.

В число базовых черт перспективной модели предполагается включить широкое участие *индивидуальных инвесторов* в лице населения страны, а также иных розничных инвесторов. Роль активного участия населения особо важна и как фактор роста внутренних инвестиций, и как фактор обеспече-

ния социальных функций государства посредством предоставления гражданам расширенного спектра инвестиционной инициативы, наряду с использованием банковских сберегательных продуктов. Опыт развитых стран показывает, что эффективным может быть присутствие населения с долей до 60% рынка ЭКЦБ.

Система институциональных инвесторов будет в значительной степени расширена. Ключевая роль среди ее элементов отводится *инвестиционным фондовым образованиям* – инвестиционным, паевым, венчурным фондам и ряду иных смежных структур. Кроме того, перспективная модель предполагает активное участие *страховых компаний, системы пенсионного страхования и накопления, инвестиционных банков и инвестиционных департаментов при универсальных коммерческих банках*. Данные компании будут обеспечивать стабильный высокий уровень инвестиционной активности, а также определенную стабильность вторичного рынка ЭКЦБ за счет естественного их стремления выполнять присущие этим институтам уставные цели – стратегическое долгосрочное инвестирование.

Примерно те же функции призваны выполнять *прочие институциональные инвесторы*, расширение присутствия которых предполагает предложенная модель совершенствования ЭКЦБ. Основную роль среди данной группы инвесторов автор отводит *системе венчурных фондов, иным специализированным инвестиционным формированиям, прочим крупным квалифицированным инвесторам*. Их наличие на рынке ЭКЦБ приведет к значительному повышению ликвидности средне- и долгосрочных фондовых активов.

Перспективная модель включает, среди прочего, *развитие системы секьюритизации* банковских кредитных портфелей, что предусматривает перспективное присутствие на фондовом рынке страны *специальных фондовых учреждений*. В ближайшее время, по мере роста кредитных портфелей, внедрение подобных схем секьюритизации станет необходимым условием стабильной работы банковского сектора.

Инфраструктура рынка ЭКЦБ. *Брокерско-дилерская сеть* в перспективной модели, следуя за уровнем развития рынка ЭКЦБ,

будет значительно расширена, а также дополнительно приобретет специализацию (по перечню услуг, по фондовым инструментам и пр.). Развитие данного элемента структуры рынка является важным в связи с тем, что брокерско-дилерская сеть – это основное связующее звено индивидуальных инвесторов с профессиональным рынком. Развитие данного элемента повысит уровень развития как сегмента индивидуальных инвесторов, так и всего рынка ЭКЦБ. Перспективная модель предусматривает повышение уровня оказываемых услуг, расширение их спектра, приход международных авторитетных брокерско-дилерских компаний.

Иными важными представителями рыночной инфраструктуры ЭКЦБ в перспективной модели являются *биржевые и внебиржевые торговые организации*. Необходимость построения высокоразвитого рынка ценных бумаг потребует отхода от действующей монополизированной биржевой системы. Для обеспечения развития инфраструктуры и рынка в целом, в том числе развития здоровой конкуренции, а также следования международным тенденциям развития альтернативных торговых систем в перспективной модели предусматривается функционирование, помимо действующей валютно-фондовой биржи, внебиржевой торговой площадки либо ряда таких площадок.

Дополнительным элементом системы построения перспективного рынка ЭКЦБ должен стать *инвестиционный банк* в качестве компании, предоставляющей услуги как индивидуальным инвесторам по профессиональному управлению инвестиционными активами, так и эмитентам, нуждающимся в комплексном обслуживании на первичном и вторичном рынках. Введение данного элемента инфраструктуры сократит временные и финансовые затраты, а также увеличит эффективность деятельности участников ЭКЦБ, не имеющих необходимых специальных знаний по управлению активами.

Помимо указанных элементов, в структуре перспективной модели рынка ЭКЦБ предусматривается обеспечение широкого перечня вспомогательных учреждений, предоставляющих консультационные, информационные, рейтинговые, правовые и иные инфраструктурные услуги. Развитие данно-

го сегмента инфраструктуры является неотъемлемой составляющей развития уровня всего рынка ЭКЦБ.

Система регулирования рынка ЭКЦБ.

В перспективной модели предполагается существование высокоэффективной регулирующей системы. Последняя включает:

- основной орган госрегулирования в области ценных бумаг;
- ряд смежных органов государственного регулирования (департаменты Национального банка по вопросам обращения ценных бумаг; органы, регулирующие распоряжение государственным имуществом; ир.);
- совет по вопросам регулирования рынка (корпоративных) ценных бумаг (в компетенцию совета может входить решение вопросов, связанных с регулированием и иных фондовых инструментов, помимо ценных бумаг компаний);
- ряд влиятельных саморегулируемых организаций.

Последние два пункта из представленного перечня элементов системы регулирования рынка в Беларуси не реализованы.

На органы государственного регулирования возлагаются основные функции по управлению рынком ЭКЦБ и фондовым рынком в целом. Согласно перспективной модели, деятельность регулятора предусматривает публичную ответственность и юридическую возможность пересмотра принимаемых органом решений. Регулятор обладает всеми необходимыми полномочиями по управлению рынком (допуск, проверка, расследование и применение мер в отношении участников рынка). Данные полномочия будут иметь нормативно закреплённый характер, и их перечень будет открыт для ознакомления.

Неотъемлемыми функциями всех государственных регулирующих органов станут: решение указанных выше стратегических задач по обеспечению устойчивого функционирования рынка, предусматривающих, прежде всего, противодействие манипулированию ценами, а также иным противоправным деяниям на рынке ценных бумаг; обеспечение эффективного функционирования механизма раскрытия существенной информации участниками рынка.

Внутри системы регулирующих органов перспективная модель включает эффектив-

ную систему взаимодействия, и в первую очередь через обмен информацией. Регулирование предусматривает полноценное сотрудничество с иными регуляторами в области банковской системы, прочими финансовыми секторами в целях контролирования системных рисков, а также решения иных актуальных задач.

В систему регулирования рынка ЭКЦБ вводится *Совет по вопросам регулирования рынка (корпоративных) ценных бумаг*. Данный орган должен быть постоянно действующим консультативно-совещательным органом. Создание совета, по рекомендации автора, необходимо осуществить при основном органе госрегулирования по вопросам рынка ценных бумаг. Полная независимость данного совета может породить коллизию полномочий либо совсем нивелирует его роль в системе регулирования. В работе совета большое значение будут иметь квалифицированные международные специалисты, приглашенные в качестве консультантов. Также в число участников совета должны входить ведущие эксперты финансового сектора страны. Основной задачей совета будет формирование механизмов развития рынка ЭКЦБ Беларуси с учетом потребностей и задач фондового рынка страны с участием как представителей органов государственного регулирования фондового рынка, так и наиболее авторитетных представителей профессиональных участников рынка, а также международных участников-экспертов. Наличие данного органа позволит учесть имеющийся опыт и рекомендации международных консультантов в рамках совета в вопросах, касающихся деятельности фондового рынка. Положительную роль будет также играть участие совета в разработке стратегии развития фондового рынка.

Развитие системы регулирования рынка в направлении создания нового консультационно-регулирующего органа, совершенствования системы саморегулирования во взаимной увязке всех иных элементов регулирующей системы придает последней дополнительную функциональность и позволит вывести на новый уровень качества рынок ЭКЦБ.

Важную и неотъемлемую часть функций по обеспечению фондового регулирова-

ния в рамках перспективной модели исполняют *саморегулируемые организации (СРО)*. Будучи учреждаемыми профессиональными участниками рынка ценных бумаг, СРО принимают функции контроля за исполнением законов о ценных бумагах, а также собственных правил среди участников рынка. Как на наиболее приближенные к рынку ЭКЦБ институты, на саморегулируемые организации перспективная модель возлагает основную роль обеспечения прозрачности, справедливости и законности операций на подведомственной им части рыночного пространства.

Механизм функционирования рынка ЭКЦБ. Согласно перспективной модели, предусматривается значительное развитие правовой среды. В частности, необходимо осуществить доработку нормативно-правовых актов (в том числе законов) о фондовом рынке, в первую очередь, касательно: инструментов и механизмов функционирования рынка корпоративных ценных бумаг, корпоративного управления, коллективных схем инвестирования, обеспечения прав акционеров и прочих инвесторов, в том числе миноритарных; системы защиты инвестиций, включая компенсационные схемы. Важными условиями для реализации перспективной модели являются: систематизация законодательства; достижение его совершенства, покрытия всех проблемных полей; приведение в соответствие с общепринятыми международными нормами; обеспечение последующей его стабилизации.

Помимо контроля допуска, все участники рынка подвергаются законодательно установленному последующему контролю и регулированию. *Основные нормы и правила регулирования* обеспечивают проведение процессов в рамках вторичного рынка на честной, прозрачной и выполнимой основе с соблюдением равенства условий для всех видов участников. Ключевым условием функционирования вторичного рынка является транспарентность. Раскрытие информации контролируется на уровне системы госрегуляторов, а также саморегулируемых организаций. Регулирование предусматривает эффективную систему выявления и противодействия манипулированию на рынке, а также прочих нарушений, включая инсайдерскую торговлю. Также перспективная модель рынка должна располагать ме-

ханизмами защиты от катастрофических (крупных) и системных рисков. Реализация мер по повышению прозрачности, честности и надежности рынка ЭКЦБ является основой перспективной модели рынка.

Механизм функционирования перспективной модели включает реализацию *комплекса мер по привлечению индивидуальных инвесторов* посредством льготной налоговой политики, адаптации и развития инфраструктуры рынка ЭКЦБ под нужды частных лиц и для обеспечения защиты прав и интересов указанной группы инвесторов. Реализация данных мер призвана способствовать повышению роли индивидуальных инвесторов как одного из важнейших участников рынка ЭКЦБ.

Перспективная модель придает особое значение роли *регулирования схем коллективного инвестирования*. Последнее действует в рамках законодательно установленной общей схемы коллективного инвестирования, включая порядок работы фондов, участие инвесторов, установление основных требований и нормативов в отношении фондов, порядок защиты клиентов в части обеспечения справедливого изменения стоимости активов и ценообразования на акции (паи) фондов, правила обратного выкупа акций (паев), порядок раскрытия существенной информации, а также порядок управления в кризисной ситуации, санацию и банкротство. В целях обеспечения максимальной сохранности средств клиентов-инвесторов, наряду с систематическим контролем за соблюдением нормативов, предполагается функционирование системы обеспечения возврата средств клиентов на случай финансовой несостоятельности фондов и ряда иных потерь средств не по вине инвестора. Здесь возможно создание гарантийного фонда либо применение системы профессионального страхования.

С целью обеспечения высокого уровня капитализации и ликвидности рынка ЭКЦБ в перспективной модели предусматривается значительное *изменение налогового регулирования* в части операций с ценными бумагами: упрощение налогового законодательства; сбалансированные и справедливые условия в отношении всех участников рынка, а также инвестиционных инструментов; мотивационные налоговые условия на этапе формирования новых сегментов рынка.

Построение перспективной модели предполагает параллельное выполнение ряда *преобразований, непосредственно не связанных с регулированием фондового рынка*. Данные преобразования призваны создать и поддерживать макроэкономические условия, необходимые для эффективного функционирования рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг.

Преобразования включают *постепенное уменьшение доли государственной собственности* в структуре капитала субъектов хозяйствования, так как существует прямая зависимость между степенью разгосударствления экономики и уровнем развития рынка ценных бумаг.

Макроэкономические преобразования также предусматривают *устранение поддержки неравной конкурентной среды* (льготных условий ведения хозяйствования) для государственных компаний по сравнению с негосударственными юридическими лицами.

Необходимыми условиями построения перспективной модели также являются: минимизация нелегального предпринимательства; снижение числа валютных ограничений; рост кредитного рейтинга, включая меры по обеспечению роста доверия к экономике и инвестиционному климату; расширение рамок приватизации; дальнейший рост уровня развития экономики, что призвано способствовать повышению финансовой устойчивости участников хозяйственных процессов; развитие правовой среды для обеспечения реализации прав собственности, эффективная система хозяйственных и арбитражных судов; развитие конкуренции и прочие меры общэкономического и юридического характера.

Для построения указанной перспективной модели рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг автором разработан комплекс мер по его совершенствованию. Данный набор мероприятий призван обеспечить выполнение основных направлений развития соответствующего сегмента рынка.

По мнению автора, на пути формирования своего перспективного состояния белорусский рынок ЭКЦБ должен пройти следующие этапы.

1. Номинальное функционирование рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг. Данному этапу присущи минималь-

ные показатели капитализации и ликвидности, несбалансированность рынка по структуре эмитентов и инвесторов, низкие показатели активности участников и качества регулирования рынка. Тем не менее этапу присуще наличие в основном сформированной инфраструктуры рынка, минимально необходимой правовой среды, а действующие механизмы функционирования рынка позволяют совершать на нем операции с ценными бумагами. Автор полагает, что в текущий момент рынок эмиссионных корпоративных ценных бумаг Беларуси находится на этом этапе своего развития.

2. Активный рост присутствия на рынке институциональных и иностранных инвесторов. Для прохождения данного этапа необходимо значительное совершенствование правовой и регулятивной среды, а также развитие механизмов функционирования рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг по образцу, соответствующему основным принятым международным стандартам. Это позволит создать условия для активного участия указанных инвесторов, которые традиционно являются главным локомотивом роста количественных показателей развития рынка.

3. Формирование развитого, эффективного и устойчивого рынка ЭКЦБ с высокими количественными и качественными показателями его функционирования. По мере роста присутствия основных участников рынка в лице институциональных и иностранных инвесторов, а также параллельного совершенствования регулирования рынка и механизма его функционирования, установления устойчивого имиджа рынка, а также приведения всех его элементов к высоким международным стандартам рынок ЭКЦБ страны приобретает оптимальные количественные и качественные характеристики, обеспечивающие высокую эффективность работы.

Реализация предлагаемого автором плана мероприятий с целью построения перспективной модели рынка ЭКЦБ предполагают достижение третьей стадии развития рынка ценных бумаг Беларуси.

Разработанная автором система мероприятий по развитию рынка ЭКЦБ обладает сложной структурой, где многие элементы

имеют частичное пересечение, что требует системного рассмотрения.

Представленный далее укрупненный (не детализированный) комплекс мер по построению перспективной модели рынка ЭКЦБ Беларуси, соответствующей третьей стадии своего развития с присущими ему высокими качественными характеристиками, включает.

• **меры, обеспечивающие:**

- 1) развитие системы участников и инфраструктуры рынка ЭКЦБ;
- 2) развитие регулятивной среды рынка ЭКЦБ;
- 3) развитие механизма функционирования рынка ЭКЦБ;
- 4) совершенствование общеэкономических условий;

• **дополнительные меры,** направленные на:

- 1) обеспечение прозрачного (транспарентного) рынка;
- 2) противодействие манипуляционным, мошенническим действиям и иным злоупотреблениям;
- 3) снижение системного риска.

К первой группе относятся меры, реализация которых позволит обеспечить функционирование рынка ЭКЦБ Беларуси, создаст условия для повышения его уровней ликвидности и капитализации. Реализация второй группы мер (дополнительных) будет способствовать устойчивому функционированию и развитию рынка ЭКЦБ на долгосрочной основе, обеспечит необходимую защиту рынка, внедрение ключевых рычагов эффективного управления им.

По убеждению автора, разделенные на группы и блоки меры следует реализовывать комплексно. Лишь в этом случае можно рассчитывать на получение желаемого результата с наименьшими временными затратами и наибольшим эффектом. Предлагаемые меры имеют различные степени сложности, период реализации, уровни корреляции с теми или иными показателями развития рынка. В связи с разным уровнем сложности процессов на рынке ЭКЦБ эффекту от применения мер будут предшествовать различные по продолжительности временные лаги.

Группа мер по обеспечению построения рынка ЭКЦБ предусматривает прежде всего **развитие системы участников и инф-**

раструктуры рынка. В рамках последней предполагается значительное расширение числа всех видов эмитентов и инвесторов. Важность развития данного направления подчеркивается в Программе развития рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь на 2008–2010 годы [1].

Развитие эмитентной базы идет за счет расширения числа акционерных обществ, нацеленных на эффективное использование организационной формы в вопросах привлечения капитала, чему призвана способствовать реализация мер по повышению корпоративной культуры и общеэкономических мер. Решение вопроса предполагает устранение неравной конкурентной среды для организаций различных форм собственности, прирост участия государственных компаний на фондовом рынке. Особую роль в развитии системы эмитентов на рынке ЭКЦБ играет появление крупных, устойчиво функционирующих предприятий, принадлежащих преимущественно государству. Вывод на рынок 25–45% акционерного капитала указанных компаний позволит, с одной стороны, сохранить контроль государства над предприятиями, с другой – повысить их стоимость за счет естественной курсовой стоимости акций данных эмитентов и, наконец, придаст значительный импульс развитию вторичного рынка страны.

Развитие системы участников предусматривает создание дополнительной программы по привлечению на рынок средств *физических лиц*, а также *иностраных инвесторов*. Данные меры направлены на создание необходимых организационных условий, устранение налогового дисбаланса в отношении корпоративных ценных бумаг по сравнению с иными инвестиционными инструментами, снижение всех видов неинвестиционных рисков.

Следует *расширять присутствие инвестиционных, страховых, пенсионных и смешанных видов институциональных инвесторов*, что соответствует одному из приоритетных направлений развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь – созданию и развитию института коллективных инвесторов как консервативных инвесторов, настроенных на долгосрочные вложения.

Меры включают установление стандартов для обеспечения эффективной реализа-

ции коллективных схем. Необходимо законодательно закрепить условия функционирования широкого перечня институциональных формирований, разработать соответствующие схемы учреждения и дальнейшей работы. Схемы должны предусматривать единообразие и четкое определение порядка организации инвестиционной деятельности, наличие правил и порядка привлечения и размещения инвестиционных ресурсов. Организация должна строиться на принципах первичности ответственности и высокого уровня защиты инвестиционных средств от злоупотреблений посредством нечестного ценообразования на паи/акции фондов, прозрачности схем расходов инвестиционных фондов, вывода активов клиентов, кризисного управления коллективным инвестиционным формированием.

Меры по развитию биржевой и внебиржевой торговых систем направлены на совершенствование нормативного регулирования данной области рынка. Программа развития рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь на 2008–2010 годы предусматривает в качестве стратегической цели развития биржевого рынка ценных бумаг его активизацию посредством обеспечения качественно нового уровня обслуживания участников торгов и роста торговых оборотов [1].

Автор предлагает расширить действующие биржевую и внебиржевую системы торгов современными формами внебиржевых торговых площадок и установить адекватные правила функционирования для различных форм организации торговой деятельности.

Предлагается дальнейшее улучшение технологии осуществления операций в рамках торговых систем с целью снижения неинвестиционных рисков клиентов, расширение и детализация внутренних правил и нормативов с целью обеспечения равных и прозрачных условий хозяйственной деятельности участников торговых сделок.

Основные *меры совершенствования системы рыночных посредников* включают улучшение контроля со стороны регулирующих органов, а также расширение роли саморегулируемых организаций с учетом возможностей их оперативного мониторинга и воздействия.

Защита прав клиентов рыночных посредников является основой формата присутствия последних на рынке. Меры совершенствования в данном направлении касаются развития компенсационных схем, порядка раскрытия существенной информации, противодействия мошенническим действиям и иным проявлениям нечестной практики.

Структура посреднических и вспомогательных организаций предполагает расширение спектра оказываемых услуг за счет прихода на рынок новейших иностранных технологий, углубления специализации на рынке, усиления конкуренции.

Меры по развитию регулятивной среды рынка ЭКЦБ предусматривают сосредоточение большего внимания на контроле рыночной среды, регулировании порядка раскрытия информации, противодействии нечестной практике участников рынка, а также минимизации рисков системных кризисов.

Меры по совершенствованию регулирующей системы направлены на повышение уровня прозрачности в деятельности *государственных органов* в сфере рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг, повышение профессионального уровня работы, совершенствование методики применения мер наказания, а также системы общественного контроля за принимаемыми органами решениями, расширение международного и межведомственного сотрудничества, совершенствование практики сотрудничества с саморегулируемыми организациями.

Меры развития в отношении *саморегулируемых организаций* включают расширение их структуры и увеличение их влияния. Расширение функций по контролю и применению первичных мер воздействия к нарушающим установленную практику поведения субъектам увеличит уровень устойчивости рынка ЭКЦБ. Предусматриваются меры по совершенствованию технических методов, применяемых биржами и внебиржевыми торговыми площадками.

В рамках развития **механизма функционирования рынка ЭКЦБ** целесообразны меры по совершенствованию соответствующей *правовой среды*. Значительные преобразования затрагивают ряд отраслей права с целью построения гармоничной, современной и эффективной системы реализации

инвестиционных прав, необходимой для обеспечения надлежащего функционирования фондового рынка.

Основные преобразования затрагивают корпоративное законодательство, которое сегодня в наименьшей степени подготовлено для решения задач перспективной модели. Необходимо усовершенствовать законодательство в части упорядочения прав и обязанностей в отношении функционирования акционерных обществ, уточнить порядок перехода прав в случае всевозможных действий в рамках корпорации, порядок осуществления основных процедурных вопросов. Совершенствованию подлежат: правила выпуска и обращения ценных бумаг корпораций; перечень обязательств в связи с обращением ценных бумаг; порядок раскрытия существенной информации и много иных важных аспектов. Необходимо также провести усиление защиты миноритарных акционеров. Важным аспектом, требующим дополнительной правовой защиты, является противодействие рейдерским схемам.

В части развития договорного права предусматривается введение либо совершенствование широкого перечня договорных отношений, в том числе связанных с ипотекой, коллективным инвестированием, секьюритизацией, срочными и мажоритарными сделками с ценными бумагами.

Меры по развитию правовой среды включают также совершенствование систем правового обеспечения несостоятельности и банкротства, законодательства в сфере развития конкуренции.

Развитие правовой среды предусматривает совершенствование судебной системы, развитие практики арбитражных процессов, расширение перечня запрещенных деяний, связанных с нарушением норм честного ведения дел на рынке ЭКЦБ.

Меры по развитию корпоративного управления направлены на всестороннее обогащение знаний и развитие навыков участников инвестирования с участием акционерного капитала, а также на формирование адекватного представления об истинных преимуществах и недостатках различных инвестиционных инструментов и возможностях их применения. Эти меры включают также совершенствование раскрытия информации

о владении ценными бумагами определенными группами лиц, имеющими возможность в значительной степени влиять на деятельность компании, особенно если ее бумаги допущены к обращению на биржевом рынке. Меры развития корпоративной культуры также требуют повышения ответственности корпоративного руководства.

Ряд мер призван обеспечить развитие нового сектора инвестирования – *секьюритизации кредитных портфелей банков*. Основным направлением совершенствования является создание правового и организационного поля для внедрения схем передачи банками залоговых кредитных портфелей в пользу специальных управляющих компаний, а также разработка правил привлечения средств указанными компаниями под выкуп залоговых кредитных обязательств. Реализация подобных схем позволит сбалансировать банковские ресурсы, привлеченные под различные сроки, с долгосрочными инвестициями, привлеченными специальными управляющими компаниями.

Меры по обновлению стандартов учета и статистики предусматривают сближение последних с международными стандартами.

Ключевым вопросом является расширение эмиссии методами публичного размещения (IPO*) и приватизации. Меры по решению данного вопроса в значительной степени пересекаются с мерами по развитию корпоративной культуры, а также системы участников на рынке ЭКЦБ.

Меры по созданию компенсационных схем направлены на защиту средств клиентов в случае их потери по причинам, не связанным с инвестиционным риском. Они включают обеспечение эффективного механизма защиты активов коллективного инвестиционного образования от рисков потерь, связанных со злоупотреблениями фондом в процессе его управления, в том числе приведших к несостоятельности. Важно предусмотреть раздельное управление собственными и привлеченными активами инвестиционной фирмы. Кроме того, защита средств клиентов обеспечивается внедрением детализированных правил, системы контроля управления активами.

* IPO – initial public offering (первоначальный выпуск акций).

Меры по совершенствованию налогового регулирования отношений на рынке ЭКЦБ включают: мотивацию инвестиционной активности целевых групп инвесторов; установление баланса налоговой нагрузки для различных видов инвестиционных инструментов; введение временного налогового льготирования в отношении операций, связанных с развивающимися сегментами рынка ЭКЦБ; избежание двойного налогообложения инвестиционных доходов, получаемых при посредничестве ряда вспомогательных институтов (в первую очередь, инвестиционных фондов); упрощение и удешевление налогового учета и налогообложения; приближение налоговых норм к международным стандартам.

Меры по совершенствованию экономических условий, во многом развивающие основные направления преобразований согласно Программе развития рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь на 2008–2010 годы, предусматривают развитие регулятивной среды в экономике страны, снижение странового риска, повышение качества сотрудничества регулирующих органов с субъектами хозяйствования во всех областях [1].

Необходимыми являются *меры по улучшению инвестиционного климата*, постепенной либерализации валютной политики и порядка ввоза/вывоза капитала, повышению постоянства и прозрачности регулирующей среды, в том числе законодательства.

Меры по развитию условий хозяйствования в стране направлены на оптимизацию доли государства в структуре собственности, расширение процесса разгосударствления и приватизации, ввод (ограниченный) в обращение акций крупных государственных предприятий.

Иные меры экономического развития в рамках настоящего блока предусматривают максимальное снижение внеэкономических препятствий к осуществлению хозяйственной деятельности в стране, а также постепенное устранение особых условий хозяйствования для государственных предприятий в виде установления прямых преференций, предоставления льготного кредитования за счет государственных ресурсов и прочих мероприятий.

Вторая группа мер призвана обеспечить устойчивое эффективное функционирование рынка ЭКЦБ.

Основой системы раскрытия существенной информации должен быть проспект эмиссии. Главным принципом раскрытия информации через проспект эмиссии является предоставление доступа ко всей информации, которой обоснованно имел бы желание обладать инвестор при принятии инвестиционного решения в отношении ценных бумаг данного эмитента. То есть сверх установленного обязательного перечня раскрываемой информации эмитент должен принимать обязательство по раскрытию и иной потенциально важной для инвестора информации. Ключевым принципом построения системы раскрытия информации в перспективной модели является первичность ответственности эмитента в противовес действующей сегодня модели с достаточностью соответствия формальным требованиям.

В перспективной модели предполагается также развитие компаниями-брокерами системы информирования об операциях за счет и в интересах инвесторов, что призвано повышать уровень доверия и устойчивости на рынке, сокращать случаи нечестной практики со стороны посредников. Необходимы мероприятия по обеспечению доступности информации об участниках фондового рынка: о наличии и сроках лицензий, составе руководителей и их квалификации, фактах нарушений участниками норм и правил на рынке и др.

Следует усовершенствовать:

- законодательную и нормативную базу с целью обеспечения большей прозрачности рынка. Регулярная информация должна содержать данные о планируемых и фактических значительных инвестициях в развитие на предприятии-эмитенте, значительных изменениях в направлениях хозяйственности, о получении/лишении лицензий, судебных процессах и исках, общую отчетность о перспективах развития деятельности предприятия и иные факты, имеющие значение для оценки перспективной стоимости ценных бумаг;

- механизм контроля за исполнением соответствующих норм;

- систему расследования фактов нарушений. Она должна быть двухуровневой.

Расследования необходимо осуществлять на уровне саморегулируемых организаций (первичный уровень) и уровне органов госрегулирования (вторичный).

Следует провести адаптацию стандартов учета на рынке ЭКЦБ к соответствующим правилам развитых стран с целью обеспечения адекватных условий раскрытия информации о хозяйственной деятельности эмитентов в условиях присутствия транснациональных участников и общей тенденции интернационализации рынка.

Комплекс мер также предполагает создание системы публикации общедоступной информации (в сети Интернет) об эмитентах и профучастниках: о руководителях компаний, их квалификации, предыдущих местах работы на фондовом рынке, о наличии нарушений норм и правил на протяжении всей истории соответствующей компании и других сведений для оценки инвестиционных рисков. Базы данных, поддерживаемые регулирующим органом либо саморегулируемой организацией, должны быть общедоступными и оперативно обновляться.

В целях *противодействия манипуляционным и иным противоправным действиям*, нарушающим права инвесторов на рынке ЭКЦБ Беларуси, автором предлагается сформировать систему соответствующей защиты. Она включает меры, направленные на противодействие злоупотреблениям, связанным с ценообразованием на ценные бумаги; мошенническим действиям (действиям, вводящим в заблуждение); инсайдерской торговле; совершению операций «вперед клиентом»; некоторым иным злоупотреблениям.

Меры предусматривают внесение изменений в нормативные акты (в первую очередь, в Закон «О ценных бумагах и фондовых биржах»), которые бы законодательно закрепили запрет на проведение подобных противоправных действий, содержали перечень запрещенных действий, устанавливали пределы признания тех или иных действий незаконными (например, следовало бы оговорить допустимость операций по стабили-

зации курса собственных бумаг эмитента при первичном размещении).

Также целесообразно внести дополнительные положения в административный и уголовный кодексы о соответствующих правонарушениях и ответственности за их совершение. Данная мера необходима для эффективности практического противодействия незаконным манипуляционным действиям.

Не менее важна система реализации норм законодательства по противодействию противоправным действиям. Для создания эффективной системы контроля требуется создание специального подразделения в рамках действующего органа госрегулирования, которое применяло бы эффективные технологии выявления нарушения, ведения соответствующих расследований.

Меры, направленные на снижение системного риска, включают: мероприятия по снижению вероятности отказа от выполнения обязательств (дефолта) со стороны рыночных посредников, в том числе в рамках коллективных инвестиционных схем; действия по снижению последствий потенциального банкротства указанных компаний; мероприятия по максимизации защиты от фондовых кризисов, приходящих извне.

Снижению вероятности дефолтов посреднических компаний призвана содействовать эффективная система допуска (и контроля последующего состояния) упомянутых представителей инфраструктуры рынка ЭКЦБ Беларуси.

Снижению последствий от возможных банкротств будут служить мероприятия по развитию законодательства о банкротстве, повышению квалификационного уровня управления в процессе сапации или несостоятельности компании; внедрение схем кризисного кредитования и передача управляемых фондов (портфелей) компании иным участникам рынка. Дополнительно необходимо создать эффективную компенсационную схему.

Меры по защите от кризисных явлений предполагают формирование определенных методов управления, использовать которые можно будет в зависимости от сферы, где зародится кризисная ситуация. Задача регулирующих органов заключается в посто-

* Операция «вперед клиентом» означает осуществление доверенным посредником сделки с его собственными активами ранее аналогичной сделки с активами клиента. Такое поведение признается в развитых правовых системах как ущемляющее права клиента.

янным контроле ситуации как на фондовом рынке, так и в сфере общеэкономических отношений в стране, а также эффективного применения методов защиты от неблагоприятных явлений.

Подводя итог, можно отметить, что практическая реализация предложенной перспективной модели, по мнению автора, соответствует основным направлениям и задачам совершенствования рынка корпоративных ценных бумаг, заложенным программными документами Республики Беларусь. Разработанная модель построения рынка ЭКЦБ в совокупности с комплексом мер по ее достижению позволит выйти на более высокий уровень развития рынка эмиссионных корпоративных ценных бумаг в нашей стране, реализовать направления развития рынка, предусмотренные государственными про-

граммными документами, с учетом комплекса мер, предпринимаемых международным сообществом по преодолению финансового кризиса, в том числе на рынках ценных бумаг в мире.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Программа развития рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь на 2008–2010 годы*: Постановление Совета Министров Респ. Беларусь и Нац. банка Респ. Беларусь от 21 янв. 2008 г. № 78/1 // Эталон–Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. Минск, 2008.
2. *Objectives and Principles of Securities Regulation by IOSCO* [Electronic resource]. 2005. Mode of access: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>. – Date of access: 14.09.2008.



Материал поступил 20.11.2008 г.

□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.
□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.

BSEU Belarus State Economic University. Library.
<http://www.bseu.by> elib@bseu.by