



ОСОБЕННОСТИ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА. СОВМЕСТНАЯ РАБОТА НАД ЕЕ УЛУЧШЕНИЕМ

Андреа Транквилини

менеджер департамента рынков Центральной
и Восточной Европы компании «Клирстрим»

После II Ежегодного форума «Российские ценные бумаги: инфраструктура и операции» прошло почти полгода. Но, говоря о российском рынке, мировые аналитики до сих пор апеллируют к форуму. Будучи площадкой для обмена мнениями, трибуной для программных выступлений и местом, где одновременно встречаются эксперты самого высокого уровня, форум позволяет создать ясную картину рынка, сложившуюся на тот момент, определить тенденции развития и сопоставить их с обозначенными ориентирами. Таким образом, форум становится определенной вехой, точкой отсчета, к которой в течение времени обращаются эксперты, анализируя российский рынок. Сегодня со своими оценками инфраструктуры российского фондового рынка выступает менеджер департамента рынков CLEARSTREAM BANKING Андреа Транквилини (ANDREA S. TRANQUILLINI).

II Форум «Российские ценные бумаги», который состоялся в Москве в июне этого года, собрал наиболее влиятельных участников российского рынка ценных бумаг, включая представителей Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), Центрального банка России, претендентов на статус Центрального депозитария НДЦ и ДКК, а также представителей ведущих российских и иностранных банков и профессиональных участников.

Среди наиболее интересных докладов на форуме можно отметить выступление руководителя ФСФР Олега Вьюгина, посвященное созданию современной рыночной инфраструктуры. Руководитель регулирующего органа как некий посредник между рынком и законодательством стре-

мится и учесть сегодняшние нужды финансового рынка, и сделать так, чтобы регулирование не отставало от тенденций его развития, изменяющихся с невероятной скоростью.

Господин Вьюгин прекрасно разбирается в механизме функционирования наиболее развитых западных финансовых рынков и, как кажется, более всего обеспокоен тем, что новые «захватчики» в виде иностранных инвесторов, входящих на внутренний рынок, и иностранных фондовых бирж, торгующих российскими ценными бумагами на Западе, могут снизить ликвидность внутренних торговых площадок.

С одной стороны, г-н Вьюгин осознает невозможность построить стены на границе России и препятствовать созда-

нию международного рынка для торговли наиболее интересными российскими ценными бумагами. С другой стороны, он отмечает озабоченность со стороны ФСФР растущим количеством программ АДР (ADR — *American Depository Receipts*) и ГДР (GDR — *Global Depository Receipts*), которые, по его мнению, снижают ликвидность российского рынка.

Конечно, с публичного и неофициального согласия г-на Вьюгина российский рынок открывается для иностранных участников. К примеру, в лидеры среди российских кастодианов выходит *Deutsche Bank*, смещая с этой позиции *Credit Suisse* и *ING*. Выступление руководителя депозитария *Deutsche Bank* в Москве Надежды Ушаковой (ранее рабо-



тавшей в *ING*) стало заметным явлением на форуме. В частности, Надежда Ушакова затронула тему российского законодательства в области первичного размещения акций (*IPO* — *Initial Public Offer*).

Пытаясь суммировать результаты форума, можно сделать следующие выводы:

1. Рынок все еще разделен на тех, кто выступает за Центральный депозитарий, контролируемый государством, и тех, кто за депозитарий, полностью принадлежащий участникам рынка.

Мы в *Clearstream* считаем, что на данном этапе участие государства необходимо для координации инициатив между различными участниками рынка и для установления правильного общего курса. Это также будет способствовать стабильности и придаст уверенности финансовому рынку. Только позже, когда будет достигнут желаемый уровень стабильности, государство может постепенно уступить свою позицию рыночным игрокам.

2. Создание Центрального депозитария неизбежно, и, по нашему мнению, НДЦ — наиболее вероятная кандидатура для исполнения этих функций.

Мы считаем, что НДЦ имеет ценный опыт и более высокую возможность по сравнению с ДКК способствовать принятию в России Закона о Центральном депозитарии. С другой стороны, будет неправильно не принять во внимание опыт ДКК. Мы верим, что такие профессионалы, как Николай Егоров, Денис Соловьев и Игорь Моряков должны и будут сотрудничать, чтобы гарантировать, что будущая структура использует огромный опыт, накопленный ДКК. Также ясно, что основатели ДКК смотрят на НДЦ как на будущего партнера. Во всяком случае, на это указывает смена акционеров ДКК.

3. Задачи, которые будут возложены на ЦД, все еще неясны. Какие функции, кроме расчетов, будут централизованы для обеспечения эффективности рынка?

Дискуссии на эту тему должны усилиться. Как мы подчеркнули во время форума, рынок с единым депозитарием может быть, а может и не быть эффективнее рынка с несколькими депозитариями. Рынки США и Япония могут служить хорошим примером этого.

Эффективность рынка измеряется также тем, как выполняются другие функции (которые могут быть и не возложены на ЦД). В частности:

- Российский рынок должен разобрататься с громоздкой и устаревшей практикой регистрации ценных бумаг в почти 80 нецентрализованных регистраторах. Должен быть создан единый Центральный регистратор.

- Рыночную эффективность может улучшить сокращение расчетного периода и создание системы валовых расчетов в режиме реального времени (*RTGS* — *Real Time Gross Settlement*). Это также повысит стабильность рубля к другим валютам.

- Для снижения расчетного риска и увеличения привлекательности рынка для иностранных инвесторов необходимо наличие централизованной и официальной процедуры, гарантирующей права собственности (для расчетов и проведения корпоративных событий), и принятие широко распространенного концепта, такого как официальные даты закрытия реестра и выплат и правила получения дохода.

- Кроме того, для получения инвесторами необходимого уровня уверенности в их выборе рекомендуется создать единый источник информации о корпоративных действиях и «Официальный журнал» (периодическое издание, официально извещающее о корпоративных событиях).

- Необходимым условием рыночной эффективности также является наличие процедуры, гарантирующей открытость применения налогового законодательства (определение собственника-бенефициара, право освобождения от налога на

прибыль до выплаты дивидендов или купонного дохода, правильное применение соглашений о двойном налогообложении, процедура возврата налогов).

- Принятие эффективного законодательства в области первичного размещения акций (*IPO*), обеспечивающее привилегии для российских компаний, размещающих акции на внутренних площадках.

Мы полагаем, что концентрация усилий только на создании Центрального депозитария уведет развитие российского фондового рынка в неправильном направлении. Естественно, если программы выпуска АДР/ГДР влияют на ликвидность внутреннего рынка, отсутствие вышеназванных «требований» (аспектов), присущих большинству наиболее развитых финансовых рынков в настоящее время, является слабым местом внутреннего рынка.

Clearstream Banking и в общем группа *Deutsche Bourse* имеет огромный опыт в повышении эффективности финансовых рынков. *Clearstream* как международный и внутренний Центральный депозитарий хочет и готов поделиться международным опытом со своими российскими партнерами в любом виде, который рынок сочтет необходимым для достижения целей дальнейшего развития. ■

Архив журнала «Депозитариум»

Уважаемые читатели! На сайте НДЦ www.ndc.ru размещен архив журнала «Депозитариум» за 1998–2000 годы.

Многое из попавшего на страницы журнала в те годы актуально и интересно до сих пор, особенно в сопоставлении с происходящим в настоящее время. В том «старом» «Депозитариуме» — история становления российского фондового рынка. Читатель, желающий понять, в чем корень многих сегодняшних тенденций, явлений, дискуссий, найдет немало пищи для размышлений.

Делитесь своими впечатлениями! Если вам есть что сказать о «Депозитариуме» прошлом или настоящем, пишите нам на pr@nds.ru!