



Тим Рукрофт

Директор аналитического управления компании *Thomas Murray*

## РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА КАПИТАЛА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

В августе 2007 г. НАУФОР поручила компании *Thomas Murray* подготовить дискуссионный материал *Blueprint For The Capital Markets Infrastructure In The Russian Federation* (Программу развития инфраструктуры, поддерживающей российский рынок капитала), чтобы включить его в разработку Идеальной модели в рамках проекта, над которым работает в настоящее время НАУФОР. Работа была проведена быстро. Окончательный отчет был представлен в Москве 16 ноября 2007 г. Масштаб проекта не предусматривал достаточно времени или ресурсов для консультаций

с участниками рынка в Москве, поэтому компания *Thomas Murray* при подготовке отчета основывалась на своем собственном понимании российского рынка, сопоставляя его со знанием глобального рынка. Отчет включает следующие вопросы:

- текущее состояние российской инфраструктуры;
- глобальные тенденции и лучшая рыночная практика;
- возможное будущее российской инфраструктуры.

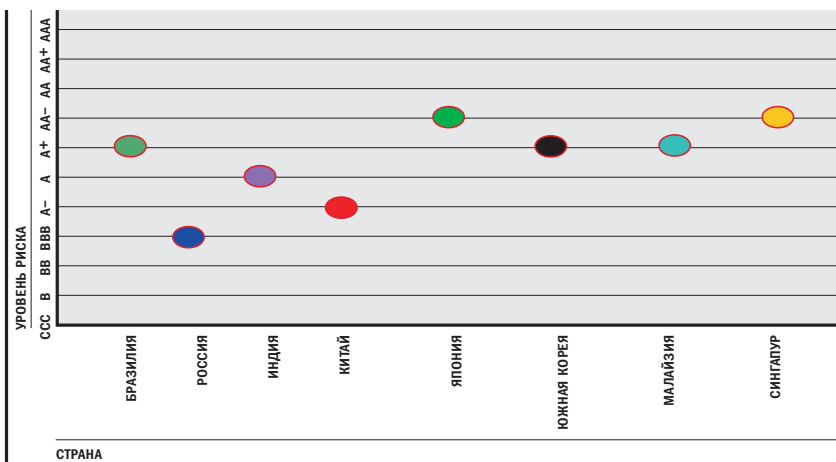
Рынки капиталов по-настоящему глобальны. Несколько лет назад Россия отно-

силась к «пограничным» рынкам (*Frontier market*) с высокими уровнями риска. Сегодня Россия — оплот развивающихся рынков так называемых стран БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай). Сейчас регионы, которые осваиваются инвесторами, расширились до рынков, на которых фондовые биржи практически не развиты. Инвестиционный климат явно изменился, и появилась ощутимая потребность в поддержке инфраструктурой этой глобализации рынков. Несмотря на то что российская экономика становится мировой силой, ее инфраструктура недостаточно развита для поддержки локального рынка.

На рис. 1 показан уровень риска инфраструктуры, обеспечивающей послеторговую обработку сделок, который отслеживает компания *Thomas Murray* для стран БРИК и некоторых экономически развитых стран Азии. Ясно видно, что Россия отстает от своих конкурентов. По существу, Россию сдерживают фрагментарный характер инфраструктуры и неоптимальная внутренняя конкуренция. Необходимо сосредоточить внимание на конкуренции на глобальном уровне, а не на локальном рынке.

В данной статье мы хотим сделать акцент на действиях, которые следует предпринять России, чтобы построить такой рынок капитала, которого достойна

Рисунок 1. УРОВЕНЬ РИСКА НА РАЗЛИЧНЫХ РЫНКАХ





ее экономика. Проблемы хорошо известны, но каким должно быть решение? Подготовленный материал в деталях излагает лучшую мировую практику, которая может быть внедрена в России. Препятствием в России служат причины не практического, а политического характера. После того как Россия определится, она вполне сможет построить фондовый рынок мирового уровня, как это делают в Китае или Индии. В материале подробно обсуждаются аспекты управления и собственности, которые не являются спорными на других рынках. В России же развитие происходит таким образом, что наблюдающийся конфликт интересов усложняет совместную работу на благо России со стороны как государства, так и частного сектора.

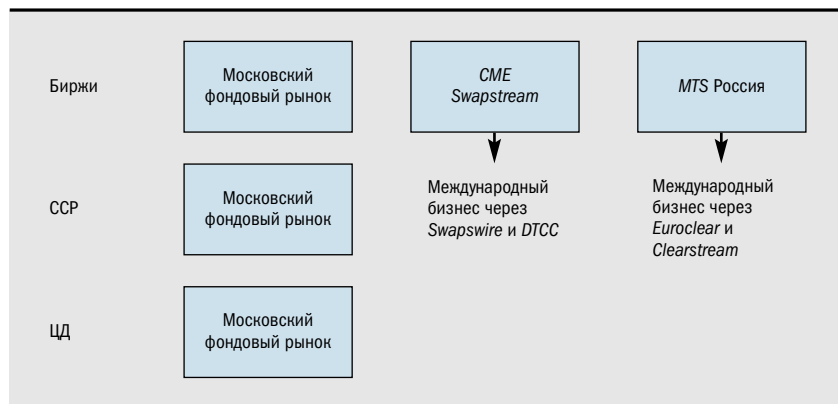
Какая модель фондового рынка необходима российской экономике? Та, которая сможет поддержать локальный рынок IPO. В то время как конкурирующие интересы в России борются за долю рынка, реальный бизнес уходит за рубеж. Крупнейшие российские эмитенты делают выбор в пользу листинга в Лондоне, а не в Москве, сдерживая ликвидность локального рынка, и это может вызвать дисбаланс в долгосрочной перспективе. Необходимо, чтобы фондовый рынок мог направить ликвидность российской экономики на поддержку локальных эмитентов. Также важно, чтобы цена на российские товары (энергоносители и металлы) формировалась здесь, а не в другом месте. Акцент должен быть сделан на создании фондового рынка, поддерживающего экономику. Не нужно создавать сложный фондовый рынок с комплексными внебиржевыми производными продуктами, предоставляющими высокий уровень прибыли для небольшого количества игроков, которые могут их оценивать и хеджировать. Необходимо построить здоровый, крепкий спотовый рынок до того, как вокруг него может образоваться комплексный рынок производных инструментов. Приоритетным направлением должно быть создание рынка производных инструментов на сырье.

В материале приводится длинный список лучших рыночных практик, которые следует внедрить в России. Вопрос в недостаточной мотивации на самом рынке, на котором не существует механизма для примирения конфликтующих интересов и проведения наилучших для России инициатив. В нормальной рыночной экономике участники финансируют

крупнейшие проекты, устанавливая строгие требования и сроки окончания проекта. Российское правительство может сказать: «Вот 150 млн долл., постройте рынок капитала, поддерживающий экономику, за 2 года. Если вы сделаете это за меньше деньги и качество нас устроит, можете оставить себе разницу. Если же рынок не будет построен в эти сроки, ваша репутация будет уничтожена». Это вполне реалистичное заявление. Важно, чтобы существовала мотивация. Сумма в 150 млн долл. является незначительной

Глобальные тенденции, включенные в материалы, изменчивы, они предсказывают будущее, основываясь на текущем состоянии, тогда как экономические обстоятельства могут существенно измениться в срок, который отведен в рамках Идеальной модели. Тем не менее они дают четкие ориентиры, куда движется индустрия: консолидация, конкуренция и комплексность — темы, которые России не удастся избежать. Предполагается, что то, что является в настоящее время тенденцией, вскоре становится

Рисунок 2. ФИНАЛЬНАЯ ПРОГРАММА



по сравнению со стоимостью перехода рынка IPO в Лондон. Несмотря на то что не проведена оценка по внедрению рекомендаций, названная сумма — очень консервативная цифра и упоминается только для того, чтобы поднять этот вопрос. Период окупаемости проекта по модернизации российского рынка капитала, согласно рекомендациям, составляет 6 мес. Это очень привлекательный проект по любым стандартам. Важно учесть, что 150 млн долл. необходимы не только для покупки систем, но и для оплаты рационализации рынка, что может означать покупку компаний, которые уже давно известны на рынке, или компенсацию при потере бизнеса. Основной вопрос в России: кому дать эти 150 млн долл.? На рынках, которые достигли успеха, был один сильный победитель, влиятельный и с хорошим видением процесса, который проводил сложные, но необходимые изменения, например Вернер Сейферт (Werner Seifert) или Жан-Франко Теодоре (Jean-Francois Theodore). Рекомендации только затрагивают вопрос «что»; вопросы «как» и «кто» остаются без ответа. Очевидно, что необходимо согласовать это «что» до того, как можно будет сделать следующий шаг.

ся стандартной практикой проведения операций.

Так какие даются рекомендации? Рекомендуется на локальном рынке создать единую биржу, единый центральный контрагент и единый центральный депозитарий (рис. 2). Если бы не существовало внешних факторов, то больше ничего бы и не понадобилось. Однако Россия не может избежать глобализации, и, чтобы быть частью этого процесса, мы рекомендуем объединить усилия с другими глобальными игроками. Примеры, которые мы приводили, — MTS для рынка облигаций и CME Swapstream для срочного рынка, но могут быть и другие игроки. Послеторговая поддержка этих глобальных рынков может осуществляться в другом месте — Euroclear и Clearstream для MTS и Swapswire и DERIV/Serve для CME Swapstream. Рекомендации допускают дальнейшее усложнение, связанное с внедрением MTF<sup>1</sup>, что должно приветствоваться, если они принесут пользу России. IXSP (Закрытое акционерное общество «Международная фондовая биржа «Санкт-Петербург»») может стать каналом связи для NASDAQ после открытия российского рынка для иностранных ценных бумаг.

<sup>1</sup> MTF (Multilateral Trading Facilities) — многосторонняя торговая система. Термин введен в Европейской директиве «О рынках финансовых инструментов» (MiFID) и означает многостороннюю систему, предоставляемую инвестиционной фирмой или оператором рынка, которая сводит или способствует сведению множества интересов третьих лиц в покупке или продаже финансовых инструментов в рамках системы и в соответствии с ее недискреционными правилами.



Если данная структура будет принята, очевидно, что она явится вертикальной моделью для локального рынка — биржа владеет центральным контрагентом и центральным депозитарием. Дискуссия о собственности и управлении отпадает, как только станет ясно, что России необходимо создать сильно локальное ядро, вокруг которого можно вырастить свой глобальный бизнес. Реальные споры будут идти о праве собственности и управлении глобальной частью, и не должно возникнуть вопросов по локальной части. Вертикальная структура объединяет все интересы, позволяет отдать мандат тому, кто сможет повести весь рынок вперед (не надо будет иметь дело с конкурирую-

щей инфраструктурой). У правительства нет времени на участие в данном проекте, а остальной мир не будет ждать, пока Россия решит свои локальные проблемы. Государству необходимо проведение расчетов в единой валюте, нужно срочно предоставить систему проведения платежей в режиме реального времени для финансового рынка и поддерживать проект, который принесет огромную пользу всей России. Стоимость упущенной выгоды из-за промедления на 1 день составляет 1 млн долл. в дополнение к потерянными возможностям по реализации российского богатства через государственные фонды и инвестиции из-за границы. Правительство РФ заинтересовано, чтобы это

произошло, поэтому ему необходимо немедленно инициировать создание комитета для определения спонсора и скорейшего начала проекта.

Компания *Thomas Murray* хотела бы поблагодарить НАУФОР за спонсорство и поддержку в ходе всего этого проекта. Мы не обсуждали наши рекомендации с участниками рынка и уверены, что есть много хороших идей, которые стоило бы включить в Программу развития инфраструктуры, поддерживающей российский рынок капитала. Надеемся, что публикация настоящей статьи послужит началом дискуссии, что позволит выработать решение, выгодное для каждого, принимающего участие в процессе. ■

## НОВОСТИ НДЦ

### Общее собрание членов Партнерства назначило Николая Егорова Директором НДЦ на последующий 3-летний период

24 декабря 2007 г. состоялось Общее собрание членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр», которое приняло к сведению Отчет об исполнении Сметы доходов и расходов НДЦ за 9 мес. 2007 г. и информацию о предварительных финансовых результатах деятельности НДЦ в 2007 г. Общее собрание членов Партнерства утвердило Смету доходов и расходов НДЦ на 2008 г. и Бюджет капитальных расходов и инвестиций НДЦ на 2008 г.

В обсуждении вопроса о взаимодействии НДЦ с ЗАО «ДКК» принял участие Руководитель ФСФР России Владимир Миловидов, который выразил удовлетворение ходом переговорного процесса между крупнейшими российскими расчетными депозитариями. Общее собрание членов Партнерства поручило Директору НДЦ подготовить материалы, необходимые для принятия Общим собранием членов Партнерства решения о порядке и размере участия НДЦ в дополнительной эмиссии акций ЗАО «ДКК». Позиция НДЦ по вопросам повестки дня Внеочередного общего собрания акционеров ЗАО «ДКК» будет определена на Общем собрании членов Партнерства 24 января 2008 г.

Также было решено голосовать на предстоящем Внеочередном общем собрании ЗАО «РДК» за увеличение уставного капитала компании и утверждение новой редакции Устава, а также выдвинуть в Совет директоров ЗАО «РДК» кандидатуры Николая Викторовича Егорова, Директора НДЦ, и Эдди Владимировича Асташина, Заместителя директора НДЦ.

Общее собрание членов Партнерства приняло к сведению информацию о ходе работ по преобразованию НДЦ из некоммерческого партнерства в акционерное общество.

НДЦ успешно реализует стратегию по наращиванию собственного капитала в соответствии с ранее принятыми решениями органов управления Партнерства. За 9 мес. 2007 г. собственный капитал НДЦ по РСБУ вырос на 32% и достиг 1 284 562 тыс. руб.

Выручка НДЦ по РСБУ за 9 мес. 2007 г. составила 834 429 тыс. руб., что на 34% больше, чем за аналогичный период 2006 г.

(621 279 тыс. руб.). Чистая прибыль достигла 312 815 тыс. руб., что на 28% выше, чем за 9 мес. 2006 г. (245 273 тыс. руб.). Прогнозное значение прибыли по РСБУ, полученной по итогам 2007 г., составит 491,11 млн руб., чистая прибыль — 362,24 млн руб., что на 9% выше чистой прибыли за 2006 г. (331,42 млн руб.).

Решением Общего собрания членов Партнерства Директором НДЦ на срок до даты проведения первого Общего собрания членов НДЦ в 2011 г. переизбран Николай Викторович Егоров. В своем выступлении на собрании Н. Егоров акцентировал внимание на том, что «в 2007 г. НДЦ завоевал позиции ведущего расчетного депозитария по акциям на российском рынке. Оборот НДЦ (рыночная стоимость перемещенных ценных бумаг), один из важнейших показателей деятельности расчетного депозитария, в октябре 2007 г. достиг абсолютного рекорда в размере 7 108 691 млн руб. (287,8 млрд долл. по курсу на 31 октября 2007 г.). При этом основная доля оборота НДЦ пришлась на акции акционерных обществ — 43% (3 070 487 млн руб., или 124,3 млрд долл. по курсу на 31 октября 2007 г.). Стоимость хранимых акций акционерных обществ превысила значения плана на 9 мес. 2007 г. на 13%, что связано с притоком акций в номинальное держание НДЦ».

По итогам собрания Директор НДЦ также сообщил: «Предполагается, что финансовое состояние НДЦ в 2008 г. будет устойчивым. Мы считаем, что доля доходов от обслуживания акций возрастет с примерно 1/3 до 40%, так что мы последовательно реализуем стратегию повышения конкурентоспособности и доли НДЦ на российском рынке расчетно-депозитарных услуг в сегменте обслуживания акций. Увеличение доли возможно за счет расширения списка акций, иностранных ценных бумаг на обслуживании в НДЦ, развития расчетных сервисов, таких как «поставка против платежа», схемы ускоренных расчетов с кастодианами, внедрения простого клиринга, схемы РЕПО с Банком России. С точки зрения надежности НДЦ, в 2008 г. мы планируем достичь установленной органами управления Партнерства планки в 1,5 млрд руб. по собственному капиталу».

## СПРАВКА

**Николай Викторович Егоров**, Старший Вице-президент, член Правления ЗАО ММВБ. Окончил Московский инженерно-физический институт. С 1992 по 1996 г. работал на ММВБ в должностях начальника отдела информатизации, технического директора и заместителя генерального директора, занимаясь единой электронной торгово-депозитарной системой. До июня 1999 г. Н. В. Егоров являлся заместителем председателя Банка России, курировавшим департаменты информатизации, телекоммуникаций, Главного и Межрегионального центров информатизации, Техцентра,

Центра спутниковой связи. Кроме того, в сфере его компетенции находились вопросы развития информационной системы Банка России, электронных банков данных, сбора и обработки информации. С июня 1999 по апрель 2003 г. занимал пост заместителя генерального директора ОАО «Аэрофлот» по информатике. 29 апреля 2003 г. назначен на должность Первого заместителя Генерального директора ММВБ. Был назначен Директором НДЦ 14 декабря 2004 г. С 14 октября 2005 г. — Старший Вице-президент, член Правления ММВБ.