



# РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ЗАДАЧИ И КАК ПОДДЕРЖАТЬ ТЕМПЫ НЕДАВНЕГО РОСТА

24–25 июня 2008 г. в Москве прошел 5-й Ежегодный Международный форум «РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ» на тему «ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ЗАДАЧИ И КАК ПОДДЕРЖАТЬ ТЕМПЫ НЕДАВНЕГО РОСТА», организованный БРИТАНСКОЙ КОМПАНИЕЙ IIR (ГЕНЕРАЛЬНЫЙ СПОНСОР — НДЦ). Традиционно на форум собираются ведущие представители регулирующих органов и учетных институтов, российских и европейских финансовых и экспертных организаций, чтобы обсудить наиболее актуальные вопросы современного состояния рынка ценных бумаг, определить тенденции его развития, выработать конкретные предложения по оптимизации инфраструктуры финансового рынка.

## СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА

В предыдущие годы главными темами форума становились вопросы нормативно-правового регулирования рынка, создания в России Центрального депозитария, развития новых финансовых инструментов, совершенствования учетно-расчетной системы. В этом году основные выступления касались того, *какие изменения в инфраструктуре рынка могут ускорить образование в России международного финансового центра.*

По мнению участников форума, устойчивая положительная динамика роста отечественного рынка ценных бумаг, наблюдающаяся в последнее десятилетие, позволяет более уверенно двигаться к достижению столь амбициозной цели. На форуме были озвучены текущие показатели финансового рынка России. Так, за последние 3 года оборот на рынке акций вырос почти в 10 раз, на рынке корпоративных облигаций — более чем в 6 раз, на срочном рынке — в 23 раза. Основные биржевые индексы бьют все рекорды. Инвестиционная привлекательность России возрастает, несмотря на разгоревшийся

год назад международный финансовый кризис. За последние 5 лет объем прямых иностранных инвестиций в Россию увеличился почти в 2 раза и только в 2007 г. составил более 50 млрд долл. Объем ВВП с 1998 г. практически удвоился в реальном выражении, а в долларовом отношении увеличился примерно в 5 раз. Капитализация достигла 1,45 трлн долл., что составляет почти 100% ВВП. Стремительно возрастают объемы торговли, до 50% роста капитализации приходится на IPO.

Что же необходимо предпринять, чтобы сохранить темпы экономического роста России и создать в нашей стране международный финансовый центр?

## МОСКВА — МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР: НА ПУТИ К ДОСТИЖЕНИЮ ЦЕЛИ

По убеждению Президента ЗАО ММВБ **Александра Потемкина**, российскому рынку необходимо прежде всего *«более активно развивать сектор производных инструментов на биржевом рынке, уделяя особое внимание построению на биржах*

*систем управления рисками в соответствии с самыми высокими стандартами».*

Что касается формирования в России международного финансового центра, то важность этой идеи, по мнению А. Потемкина, заключается в том, что она позволяет подчинить единой стратегической цели реализацию самых разнообразных задач, стоящих сегодня перед страной: совершенствование судебной системы; формирование благоприятной регулятивной среды для развития бизнеса; создание современной городской инфраструктуры; повышение качества и доступности коммерческой недвижимости; улучшение экологии и качества жизни; создание условий для привлечения квалифицированных кадров со всего мира. Однако добиться этого можно только в результате целенаправленной активной политики со стороны правительства, муниципальных властей и бизнес-сообщества.

В заключение руководитель крупнейшей биржи страны выразил надежду на то, что иностранные участники форума позитивно оценят идею создания мирового финансового центра в России и увидят в ней в первую очередь желание россий-



А. Потемкин



К. Корищенко



А. Морозов

ских властей и граждан найти наиболее короткий и эффективный путь для интеграции российской экономики в мировую систему.

По мнению Заместителя Председателя Центрального банка РФ **Константина Корищенко**, у России есть потенциал для того, чтобы стать мировым финансовым центром, однако его реализации мешает прежде всего отсутствие законов, необходимых для дальнейшего развития финансового рынка: о биржевой торговле, о клиринговой деятельности, о Центральном депозитарии.

Другим сдерживающим фактором является невозможность использовать российский рубль в качестве резервной валюты. К. Корищенко назвал 3 условия, которым должна отвечать национальная валюта, чтобы получить статус резервной: 1) такая валюта должна быть основной валютой, в которой заключаются контракты на значимых финансовых и товарных рынках; 2) она должна быть валютой, в которой осуществляется значительное количество расчетов по этим контрактам и по другим видам операций; 3) страна этой валюты должна иметь устойчивый финансовый рынок. На сегодняшний день российский рубль не отвечает данным требованиям.

В настоящее время основной проблемой в России, по словам К. Корищенко, является инфляция. Сегодня многие центральные банки сталкиваются с тем, что, смягчая денежно-кредитную политику, они, с одной стороны, поддерживают темпы экономического роста, а с другой — провоцируют инфляционные процессы. «Для России сейчас наступает очень сложный период, который будет длиться не один месяц, — период высокой инфляции и высоких процентных ставок», — сказал К. Корищенко.

При этом, как отметил Главный экономист по России и странам СНГ **HSBC Александр Морозов**, несмотря на то что инфляция в последнее время увеличилась, она остается существенно более низкой, чем 10 лет назад.

По мнению А. Морозова, за последние 10 лет Россия создала хороший фундамент для макроэкономического роста, и этот фундамент позволяет говорить о стабильности развития страны в среднесрочной перспективе — 3–5 лет. Сравнивая Россию с другими развивающимися странами, можно сделать вывод о том, что наша страна значительно лучше защищена от глобальных потрясений, чем большинство других развивающихся стран.

Согласно исследованию американского инвестиционного банка *Merrill Lynch*, результаты которого озвучил в своем выступлении Директор НДЦ **Николай Егоров**, Россия выглядит очень перспек-

тивно. Если в мае интерес к нашей стране находился примерно на таком же уровне, как к Бразилии, то сейчас отношение к России изменилось в лучшую сторону. И хочется надеяться, что данная ситуация, связанная и с развитием отечественной финансовой инфраструктуры, будет только улучшаться.

Н. Егоров привел следующие цифры: объем активов на хранении в НДЦ на конец I кв. текущего года по сравнению с 2007 г. увеличился на 13%, что с учетом ситуации с ликвидностью — хороший показатель. Рост оборота, связанного в целом с оборотом Группы ММВБ и долей НДЦ на внебиржевом рынке, за год составил свыше 33%. Количество обслуживаемых выпусков бумаг увеличилось более чем на 40%. Стабильно растет количество инвентарных операций. Капитал НДЦ достиг 1,4 млрд руб., что является дополнительной гарантией надежности для клиентов и играет немаловажную роль в системе управления рисками.

Говоря о возможности формирования в Москве финансового центра, Директор НДЦ указал на то, что до сих пор недостаточное внимание уделяется таким важным вопросам международной финансовой инфраструктуры, как улучшение взаимодействия между участниками рынка в части клиринга и расчетов, главным образом, в отношении посттрейд-этапов; минимизация рисков; совершенствование системы управления, в том числе корпоративного управления, клиринговыми и расчетными структурами.

Иностранные участники форума одним из основных препятствий на пути создания в России международного финансового центра видят недостаточное количество в Москве квалифицированных



Н. Егоров



Т. РУКРОФТ

специалистов, работающих в финансовом секторе. Так, Директор *Tomas Murrey Ltd* **Тим Рукрофт** озвучил следующие цифры: если в Лондоне на финансовом рынке работает примерно 600 тыс. человек ( $\pm 50$  тыс. в зависимости от потоков этих специалистов), то в Москве их число колеблется в пределах 100 тыс. Таким образом, чтобы достичь стандартов мировых финансовых рынков и создать международный финансовый центр, России необходимо в ближайшие 5 лет привлечь еще 500 тыс. квалифицированных кадров, т. е. по 100 тыс. в год, или примерно по 300 в день. Сможет ли Россия за столь короткий срок подготовить такое количество грамотных специалистов — вопрос риторический.

Директор *SWIFT* по рынку ценных бумаг **Джон Фолк** добавил, что реализации идеи превращения Москвы в финансовый центр также мешает отсутствие в России Центрального контрагента (ССР), без которого крупные игроки опасаются выходить на российский рынок из-за недостаточно эффективной системы управления рисками. Кроме того, серьезным препятствием становится тот факт, что отечественный рынок не использует международные стандарты торговли и документооборота. На это указывали многие участники форума.

Председатель Правления НАУФОР **Алексей Тимофеев** пояснил, что идея перехода на международные стандарты различных институтов фондового рынка сейчас активно обсуждается в связи с внесением в Закон «Об инвестиционных фондах» изменений, предусматривающих использование электронного документооборота.

Иностранные участники форума сошлись во мнении, что стандартизация — один из наиболее важных и одновремен-



Д. ФОЛК

но сложных вопросов для инфраструктуры российского рынка ценных бумаг.

### АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ УЧЕТНО-РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Для становления Москвы в качестве одного из мировых финансовых центров необходимо разработать и предложить участникам рынка более конкурентоспособную по сравнению с западными фондовыми рынками систему расчетов. А по мнению иностранных инвесторов, современную систему расчетов в России нельзя назвать эффективной. Поэтому, как отметил в своем выступлении Директор, Начальник подразделения ценных бумаг Управления международного банковского обслуживания коммерческих ценных бумаг ЗАО «Ситибанк» **Александр Назаров**, иностранные инвесторы, особенно из Ве-



А. НАЗАРОВ



А. ТИМОФЕЕВ

ликобритании и США, а также пенсионные фонды (самые крупные инвесторы в мире) не выходят на российские фондовые биржи напрямую. В качестве основного места расчетов они используют регистраторов, открывая счета через своих кастодианов. Незначительная их часть пользуется услугами депозитариев — НДЦ и ДКК — в основном для расчетов *DVP* в иностранной валюте.

Директор, Начальник Департамента депозитарных услуг *ING Wholesale Banking* **Наталья Сидорова** также считает, что одной из основных проблем по-прежнему остается перерегистрация через реестры. Поскольку у регистраторов нет унифицированных тарифов, стоимость перерегистрации может значительно варьироваться, достигая нескольких десятков тысяч долларов. Регистраторы не заинтересованы в снижении или унификации комиссии за перерегистрацию, поскольку это существенно повлияет на их доходы.

Одной из причин того, почему российские и иностранные инвесторы используют разные сегменты расчетов, является тот факт, что большинство крупных зарубежных участников рынка не признают НДЦ и ДКК в полной мере соответствующими требованиям правил 17f-5 и 17f-7. Поэтому они не могут держать свои бумаги в НДЦ или ДКК и при покупке или продаже ценных бумаг вынуждены оплачивать высокие тарифы регистраторов.

По мнению НДЦ, здесь целесообразно проводить работу по признанию кастодианами российских депозитариев в качестве легитимного места расчетов и хранения активов в России.

Другой важной проблемой является отсутствие единообразия в расчетах по принципу *DVP*. Существует много различных схем таких расчетов, но ни одна из них не явля-



Б. ЛОУРЕНС



Д. ТАННЕР



Д. СОЛОВЬЕВ

ется обязательной, полностью законодательно и операционно урегулированной и свободной от недостатков. А это, по словам Н. Сидоровой, приводит к снижению количества участников и доли таких расчетов, а также сохраняет уровень рисков.

Другие проблемы на рынке, на которые указала Н. Сидорова, — несоответствие расчетов по денежным переводам общепринятым мировым нормам и операционные сложности, связанные с расчетами. По ее убеждению, «пока не будут приняты радикальные законодательные меры, позволяющие осуществлять расчеты в рублях на тех же принципах, по которым ведутся расчеты в других валютах на развитых рынках, рублевые расчеты по-прежнему будут малопривлекательны для иностранных инвесторов».

Заместитель директора НДЦ **Денис Соловьев** особо отметил необходимость разработки конкурентоспособных механизмов клиринга, а также расчетов с частичным обеспечением и расчетов с использованием ССР. При расчетах с частичным обеспечением закрытие коротких позиций обеспечивается за счет кредитования участниками друг друга или ССР. Д. Соловьев познакомил участников форума с основными подходами к реализации на российском фондовом рынке проекта по кредитованию ценными бумагами в рамках клиринговой расчетной инфраструктуры.

Все это говорит о том, что российский рынок по-прежнему должен стремиться к созданию централизованной расчетной инфраструктуры и Центрального депозитария.

Вопрос о необходимости создания в России Центрального депозитария, не первый год обсуждающийся на форуме, — значимый этап формирования в России международного финансового центра. Несмотря

на то что ФСФР России предпринимает активные шаги по повышению прозрачности и надежности инфраструктуры, создание Центрального депозитария не вынесено в качестве одной из приоритетных задач на ближайшую перспективу. По словам Н. Сидоровой, с учреждением Центрального депозитария появится инфраструктурная «точка входа» на рынок, а также будет сделан значительный шаг в сторону уменьшения риска и повышения привлекательности рынка с точки зрения снижения операционных издержек. Центральный депозитарий будет нести перед участниками рынка дополнительную ответственность как центральный расчетный институт.

Итак, в стремлении создать в России международный финансовый центр отечественному рынку ценных бумаг предстоит еще много сделать, чтобы улучшить инфраструктуру и приблизить рынок к международным стандартам. На что же прежде всего следует направить усилия и регуляторов, и регистраторов, и депозитариев, и кастодианов?

### ПРИОРИТЕТНЫЕ ЗАДАЧИ

Менеджер по работе с клиентами Депозитарного управления ООО «Дойче Банк» **Александр Артюхин** к приоритетным задачам относит, во-первых, повышение конкурентоспособности фондового рынка за счет снижения операционных рисков, сроков исполнения и стоимости операций с ценными бумагами для инвесторов. Это может быть решено путем создания Центрального депозитария, который также являлся бы Центральным регистратором и Центральным контрагентом.

Во-вторых, необходимо узаконить статус иностранного номинального держателя. По мнению А. Артюхина, «пусть и с не-

которыми ограничениями, характерными для российского законодательства, но сам факт появления структуры счетов, позволяющих клиентам глобальных кастодианов и других иностранных номинальных держателей считаться собственниками ценных бумаг, привлеч бы новых инвесторов и решил бы многие проблемы тех, кто уже работает на рынке».

И наконец, в-третьих, следует отказаться от обмена документами в бумажной форме и полностью перейти на электронный документооборот. Это позволит не только ускорить расчеты по сделкам, но и значительно упростит сбор и обработку информации по корпоративным действиям. В настоящее время данный процесс в значительной степени выполняется вручную. А. Артюхин предлагает сформировать единую базу информации о корпоративных событиях, которую эмитенты были бы обязаны пополнять сведениями, представленными в едином формате и подготовленными в соответствии со стандартом.

Изменение необходимой нормативно-правовой базы и реализация данных задач позволят обеспечить защиту прав собственности на ценные бумаги, повысить ликвидность российского рынка и ускорить интеграцию российского рынка в мировую инфраструктуру. ■

*Данный номер журнала полностью посвящен 5-му Ежегодному Международному форуму «Российские ценные бумаги: инфраструктурные задачи и как поддерживать темпы недавнего роста», и мы предлагаем вам подробнее ознакомиться с докладами его участников.*

**Евгений Калинин**  
выпускающий редактор  
журнала «Депозитариум»