

**Александр Назаров**

Вице-президент, Заместитель начальника Подразделения ценных бумаг  
Управления международного банковского обслуживания коммерческих операций  
ЗАО КБ «Ситибанк»

## РАСЧЕТЫ С ИНОСТРАННЫМИ УЧАСТНИКАМИ ФОНДОВОГО РЫНКА: ЧТО МОЖНО УЛУЧШИТЬ?

**В КОТОРЫЙ РАЗ МЫ ОБРАЩАЕМСЯ К ПРОБЛЕМАМ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ, В ТОМ ЧИСЛЕ К ВОПРОСАМ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ С ОТЕЧЕСТВЕННОЙ ИНФРАСТРУКТУРОЙ. ХОТЕЛОСЬ БЫ ПОДВЕСТИ НЕКОТОРЫЕ ИТОГИ РАССУЖДЕНИЙ НА ЭТУ ТЕМУ, А ТАКЖЕ ОСВЕТИТЬ РЕЗУЛЬТАТЫ ЭКСПРЕСС-АНАЛИЗА, ПРОВЕДЕННОГО МНОЙ И МОИМИ КОЛЛЕГАМИ В ПРОЦЕССЕ РАБОТЫ В КАЧЕСТВЕ КАСТОДИАНА ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ. ИТАК, ЧТО МОЖНО СДЕЛАТЬ, ЧТОБЫ УЛУЧШИТЬ СИТУАЦИЮ?**

Почему речь пойдет о расчетах, а не о трейдинге или торговле? В широком смысле эффективность расчетов — это важнейший показатель развития инфраструктуры рынка. И тот факт, что иностранные инвесторы считают, что система расчетов в России далека от современных требований, говорит о том, что инфраструктуру в целом они оценивают как недостаточно развитую.

Если смотреть шире, несовершенство инфраструктуры всегда было пресловутой российской бедой, что явствует даже из классической литературы. Наверняка многие из нас читают российский *Forbes*. Так вот, в одном из недавних выпусков этого журнала был опубликован рейтинг инвестиционной привлекательности российских регионов с подробным описанием 20 ведущих регионов. Я просмотрел эти материалы и везде обнаружил схожую

ситуацию: много объектов для инвестиций, более-менее привлекательный инвестиционный климат, лояльное правительство, налоговые льготы и т. д., но нет современных гостиниц, аэропортов, плохие дороги, проблемы с транспортом. То есть инфраструктура по-прежнему недоразвита, и в результате деньги туда не идут.

Вернемся к рынку ценных бумаг. Коллеги с фондовых бирж поделились следующими данными: на ММВБ говорят о том, что 49% сделок проводится нерезидентами, в РТС называют цифры еще больше. Можно подумать, что иностранные инвесторы вполне довольны организацией инфраструктуры фондового рынка, однако практический анализ показал, что это не так: по целому ряду причин иностранные инвесторы, особенно из Великобритании и США (прежде всего пенсионные и пае-

вые фонды), по-прежнему предпочитают рассчитываться за рубежом в иностранной валюте. Небольшая часть иностранных инвесторов начала использовать депозитарии НДЦ и ДКК для расчетов по ценным бумагам, еще меньшая их часть отваживается осуществлять такие расчеты на условиях «поставка против платежа». Однако, как было отмечено раньше, это нельзя назвать общей тенденцией рынка. Только ограниченная группа иностранных инвесторов, в основном профессиональные брокеры, проводят расчеты по сделкам таким образом. Остальные участники, в частности паевые и пенсионные фонды и непрофессиональные инвесторы, по-прежнему используют архаичные методы расчетов.

Между тем и ММВБ, и РТС информируют об активности иностранных инвесторов на российском рынке, в том числе



о значительных оборотах рублевых расчетов через депозитарии. Что же это за таинственные иностранные инвесторы, которые делают биржам большие объемы и рассчитываются на условиях «поставка против платежа», да еще и в рублях? Результаты озадачивают. Оказывается, на самом деле это «ненастоящие» иностранные инвесторы. Такие объемы образуются за счет дочерних предприятий российских брокеров и родительских компаний международных брокеров и дилеров, которые работают через российские компа-

## РАСЧЕТЫ ЧЕРЕЗ ДЕПОЗИТАРИЙ

Почему российские и иностранные участники рынка используют разные варианты расчетов? Одна из причин этого заключается в том, что американские пенсионные фонды не разрешают управляющим компаниям и глобальным кастодианам использовать депозитарии НДЦ и ДКК в качестве мест проведения расчетов, поскольку эти организации официально не признаны полностью соответст-

## НАЛОГОВЫЕ ВОПРОСЫ

Налог на прирост стоимости ценных бумаг воспринимается нашими клиентами как существенное препятствие для рублевых расчетов. К счастью, нерезиденты уже избавлены от него при проведении операций с долговыми инструментами, но если дело касается акций, то налог составляет 24% от суммы сделки. Если говорить о положении Налогового кодекса РФ, в котором указано, что налог на прирост стоимости ценных бумаг распространяется только на операции с акциями компаний, более 50% имущества которых составляет недвижимость в России, то здесь много неясного. Это связано с тем, что до сих пор отсутствует однозначное правило, на основании каких документов и отчетов принимать оценку. Как следствие, данный вопрос истолковывается местными налоговыми органами не в пользу иностранных инвесторов — с них взимается налог на прирост стоимости ценных бумаг.

В результате только резиденты нескольких юрисдикций, например Кипра и Великобритании (по акциям, котировка которых определяется «зарегистрированной Фондовой биржей»), могут проводить расчеты в рублях и освобождены от двойного налогообложения на прирост стоимости акций на основании соответствующих соглашений об избежании двойного налогообложения, заключенных с этими странами. Однако резиденты США, Японии, ряда европейских стран, другие крупные инвесторы по-прежнему вынуждены уплачивать налог на прирост стоимости акций. В последнее время ведутся разговоры о том, что долгосрочные стратегические инвестиции от такого налога могут быть освобождены, так же как и от налога на дивиденды. Остается надеяться на скорейшую реализацию этой разумной идеи.

## МЕЖБАНКОВСКИЕ ПЕРЕВОДЫ В РЕЖИМЕ РЕАЛЬНОГО ВРЕМЕНИ

Другая серьезная проблема — отсутствие практической возможности осуществлять межбанковские переводы в режиме реального времени. Что получается: биржи фактически работают по предоплате, а производить предоплату приходится с большим запасом. Чтобы иметь деньги к началу торгов или расчетов, их приходится заводить накануне и оставлять на ночь на бирже — без процентов. Для иностранных инвесторов, привыкших считать деньги, это и рискованно, и накладно. Система порейсовых платежей, пока приемле-

## Для улучшения ситуации с проведением расчетов на российском фондовом рынке НДЦ и ДКК должны быть признаны депозитариями, отвечающими всем требованиям Правила SEC 17f-7.

нии. Иностранные инвесторы не выходят на биржу напрямую, не проводят расчеты на условиях «поставка против платежа» и стараются избегать рублевых платежей. Расчеты за них осуществляют местные брокеры и другие посредники.

Напрашивается вывод: по-прежнему существует много юридических и технологических ограничений, которые не позволяют иностранным инвесторам проводить полноценные и эффективные расчеты непосредственно на нашем рынке. Иностранные и российские участники рынка по-прежнему используют различные расчетные ниши. Иностранные инвесторы используют преимущественно регистраторов, где открывают счета их кастодианы. Только небольшая их часть пользуется услугами НДЦ и ДКК через своих кастодианов, в основном на условиях свободной поставки и, что не может не радовать, все чаще для расчетов на условиях «поставка против платежа». Для удобства своих клиентов Ситибанк может поддерживать расчеты на условиях «поставка против платежа» в иностранной валюте в рамках одной банковской группы, т. е. расчеты по бумагам исполняются в московском отделении Ситибанка, а по деньгам — в нью-йоркском. Таким образом, весь расчетный цикл контролируется нашими сотрудниками. Поэтому наши клиенты смелее внедряют такой механизм расчетов, чего пока нельзя сказать обо всех иностранных участниках рынка. Российские же участники напрямую выходят на биржи и рассчитывают сделки в иностранной и отечественной валюте через депозитарии и расчетные организации.

вующими Правилу 17f-7 *US Securities and Exchange Commission (SEC)*. Хотя оба депозитария что только ни делают, какие только аргументы ни приводят, чтобы убедить профучастников в своем соответствии Правилу SEC 17f-7, фонды так и не получили такого подтверждения от Ассоциации глобальных кастодианов (*AGC*), и менеджеры фондов продолжают заставлять своих кастодианов держать все акции на счетах у регистраторов. И так, кто же прав, чья оценка верна? Поскольку оба депозитария не первый год получают от *Thomas Murray* рейтинги низкого и очень низкого уровня риска со стабильным прогнозом, возможно, стоит попытаться изменить мнение *AGC*, и в первую очередь самим же кастодианам, которые в эту ассоциацию входят.

Хотелось бы отметить, что многие проблемы, из-за которых иностранные инвесторы должны были рассчитываться за пределами Российской Федерации, к настоящему времени уже решены, например проблемы с репатриацией рублевых доходов. Теперь не составляет труда открыть рублевый счет в российских банках. Центральный банк снял подобные ограничения, при этом любые инвестиции можно теперь совершать с одного текущего счета. Однако остается несколько серьезных проблем, которые не позволяют иностранным инвесторам эффективно проводить расчеты в рублях, а именно: налог на прирост стоимости ценных бумаг (*capital gain tax*), невозможность осуществлять межбанковские переводы в режиме реального времени.



мая для промышленных предприятий, явно не подходит для финансовых институтов, особенно брокерских компаний — не могут они дожидаться пяти рейсов Центрального банка, чтобы финансировать свои биржевые операции и перебрасывать средства между торговыми площадками. Хотя мы начали мало-помалу тестировать БЭСП и привыкать к нему, пока это остается делом будущего, особенно во взаимоотношениях с расчетными палатами фондовых бирж, которые по ряду причин форсировать процесс перехода на БЭСП не торопятся, к большому сожалению участников рынка.

## ПЛАТЕЖИ ПО SWIFT

Несмотря на все наши усилия, российским банкам по-прежнему сложно получать платежные поручения от иностранных клиентов по системе *SWIFT* и преобразовывать их в платежки образца Центрального банка. Некоторым клиентам удается отстроить свои системы, они соблюдают стандартные рекомендации РОССВИФТ и присылают платежи в соответствии с правилами транслитерации *SWIFT RUR 6*, что дает возможность делать это почти автоматически. Но это хорошо, если учетная система позволяет и русскоязычный персонал имеется. А если нет? Многие иностранные инвесторы при всем желании не могут соответствовать этим правилам, потому что для них это технически, а иногда и юридически невозможно. Они посылают платежные поручения в формате *SWIFT*, требующие

значительной ручной обработки российскими банками перед тем, как на их основе могут быть сформированы платежные поручения, пригодные для отправки в МЦИ. Конечно, дополнительные ручные операции задерживают платежи и приводят к их удорожанию.

## ПЛАТЕЖНАЯ ЛИКВИДНОСТЬ

Еще одна проблема — низкая ликвидность межбанковского рынка. Не стану углубляться в макроэкономические аспекты, хочу лишь заметить, что в немалой степени этому способствуют трудности операционного характера, в частности уже упомянутая выше невозможность осуществления межбанковских переводов в режиме реального времени. По причине низкой ликвидности на рынке клиенты не могут эффективно использовать свои кредитные линии, открываемые российскими банками, в том числе дневной и овернайт овердрафт. На рынке просто нет средств, за счет которых можно было бы проводить клиентские платежи, особенно в утренние часы, когда средства более всего необходимы для поддержания биржевой торговли. При этом замечу, что своих денег у брокеров, даже самых крупных, как правило, немного. Они привыкли жить и работать за счет заемных денег и, чтобы не переплачивать лишние проценты, выстраивают различные хитроумные схемы, позволяющие на законных основаниях пользоваться в течение дня краткосрочными кредитами банков и уже к вечеру

расплачиваться со своими банками. Такой подход успешно применяется на развитых рынках, где платежи проводятся в режиме реального времени, а вот в России по названным причинам он работает не очень хорошо.

Итак, подытожим. Для улучшения ситуации с проведением расчетов на российском фондовом рынке должны быть осуществлены следующие мероприятия:

- НДС и ДКК должны быть признаны депозитариями, отвечающими всем требованиям Правила *SEC 17f-7*. Эта задача может быть осуществлена только при активной позиции глобальных кастодианов и самих депозитариев.

- Участникам рыночной инфраструктуры следует активнее переходить на БЭСП. Здесь усилия требуются со стороны как банков — держателей счетов в расчетных палатах ММВБ и РТС, так и самих биржевых расчетных центров. Кто как не «фондовики» должны быть в авангарде внедрения новых современных технологий?

- НДС, ДКК и кастодиальные депозитарии должны совершенствовать механизмы взаимодействия, в частности путем открытия междепозитарных счетов с возможностью проведения расчетов на условиях «поставка против платежа» как в рублях, так и в иностранной валюте, не прибегая к утомительной процедуре перерегистрации.

Уверен, что выполнение этих задач нам по силам, если будем действовать сообща. И заметьте: ни слова о центральном депозитарии... ■

## НОВОСТИ НДС

# НДС принял участие в Global Custody Forum

2—3 декабря 2008 г. в Лондоне состоялся XIX Ежегодный *Global Custody Forum*, посвященный вопросам развития инфраструктуры фондового рынка. Основной на Форуме стала тема преодоления мирового финансового кризиса и совершенствования имеющихся технологий проведения расчетов, управления рисками расчетно-депозитарной инфраструктуры. Кроме того, по традиции на Форуме были представлены данные об изменениях, происходящих на развивающихся рынках, и в первую очередь на финансовых рынках стран *BRIC*.

Директор по развитию НДС **Мария Иванова** в своем выступлении проинформировала участников Форума о состоянии российской инфраструктуры, имеющихся проблемах и принимаемых регулируемыми органами и правительствами совместно с ведущими финансовыми институтами мерах по их разрешению. Особый интерес вызвали

у слушателей инициативы НДС по развитию расчетных сервисов. Отвечая на вопросы участников, М. Иванова рассказала о деятельности НДС, направленной на введение системы кредитования ценными бумагами и внедрение расчетов на условиях «поставка против платежа» в иностранной валюте, что наиболее удобно для иностранных инвесторов, а также на расширение использования *SWIFT* среди участников инфраструктуры. Говоря о перспективах, М. Иванова упомянула о планах по созданию в Москве международного финансового центра и требуемых для реализации этого проекта законодательных изменениях, нацеленных на создание в России системы расчетов с использованием Центрального контрагента и Центрального депозитария, о необходимости внедрения на отечественном рынке международных стандартов *ISO* и дальнейшего развития технологий.