

ПРОЕКТ



THOMAS MURRAY

ПО ЗАКАЗУ

**НАУФОР**

НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ  
УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

**МОДЕЛЬ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКОВ  
КАПИТАЛА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**Декабрь 2007**

### **3 РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ РОССИИ**

Настоящая обобщенная Модель представляет собой описание необходимых элементов, обеспечивающих в среднесрочной перспективе надежность и устойчивость рынков капитала. Помимо рассмотрения указанных элементов в настоящей Модели содержится анализ возможных их комбинаций, основанных на близости существующих функций. Текущее положение рынка в России характеризуется отсутствием ряда необходимых элементов и присутствием элементов, необходимость которых находится под вопросом.

#### **3.1 Рекомендации**

При выработке рекомендаций мы, в том числе, исходили из:

- Слабости нынешней российской инфраструктуры
- Тенденций на мировых рынках
- Учета передовой мировой практики рыночной деятельности

##### **3.1.1 Рекомендации, связанные со слабостью нынешней российской инфраструктуры**

###### **(а) Первичный рынок**

Построение сильного вторичного рынка невозможно при отсутствии устойчивого первичного рынка. России необходимо в срочном порядке провести проверку причин листинга российских компаний за рубежом, поскольку уже сейчас это явление угрожает перспективам развития рынка в стране.

Для решения этой задачи необходимо создать специальную представительную рабочую группу, которая должна охватывать не только проблемы собственно рынка капитала, но и налогообложение, бухгалтерский учет и правовые вопросы. Регулятор должен усовершенствовать среду, в которой проводится первоначальное размещение акций, сделав это аттестационным критерием для бирж. В целях создания упорядоченного рынка регулятор должен как можно быстрее внедрить «конвейерную» систему IPO.

###### **(b) Инвестирование в объекты за рубежом**

При желании основательно модернизировать свои рынки Россия должна создать конкурентную среду и обеспечить условия своим гражданам для прямых инвестиций в объекты за рубежом. В подобной ситуации средства могут проходить через отечественных брокеров, стимулируя развитие бизнеса в Москве; в тоже время ценные бумаги могут находиться на хранении у российских кастодианов, которые должны отслеживать перемещение капитала за границу.

###### **(c) Платежи и роль Центрального банка России**

Принимая во внимание необходимость внедрения на российском рынке системы RTGS (системы валовых расчетов в режиме реального времени) для проведения расчетов по ценным бумагам в сочетании с проведением расчетов в рублях на территории России, а также то, каким катализатором это станет для рынка сделок репо и валютного рынка, мы придаем большое значение роли Центрального Банка России и тому вкладу, который он должен внести в будущее развитие инфраструктуры.

В то же время нельзя не отметить тот факт, что Россия не сможет реализовать региональную стратегию, если ЦБ будет контролировать инфраструктуру. Роль ЦБ подробно описана в разделе 3.1.4.6; здесь же мы ограничимся указанием на то, что едва ли какое-либо государство, проявляющее интерес к России как региональному лидеру (в области инфраструктурных услуг), станет предпринимать конкретные шаги, если инфраструктура будет восприниматься как подконтрольная государству сфера.

Расчеты должны проводиться на территории России в рублях через систему RTGS, а также во взаимодействии с мировой валютнообменной системой CLS (системой постоянных связанных расчетов).

### **3.1.2 Рекомендации, связанные с тенденциями на мировых рынках**

#### **(d) Изменения в мировой экономике**

В России четко прослеживается потребность в развитии товарного рынка. То есть нужна биржа деривативов с возможностью реальной поставки для обеспечения всего цикла операций по договору. Некоторые контракты на поставку товара предусматривают расчет наличными, хотя большинство таких контрактов заключается на основе реальной поставки. Товарная биржа деривативов включает отвечающую международным стандартам операцию распределения и складирования, с аудитом и контролем над материальными активами. Составлению контракта необходимо уделить внимание задолго до включения в котировку каких-либо продуктов. Необходимо рассмотреть такие вопросы, как конкурирующие базовые элементы (например (неудобное) местоположение склада может стать существенным недостатком для России), арбитраж с другими основными биржевыми продуктами, (с целью создания ликвидности), включение в котировальные списки нескольких бирж (формирование экономического блока), а также учет специфики требований российского законодательства.

Механизм обеспечения торгов товарными деривативами не отличается от подобного механизма для финансовых деривативов. Необходимости в отдельной бирже или торговой платформе нет. Основное отличие заключается в механизме реальной поставки. Необходимость в выделении товарных инструментов может возникнуть только на уровне клиринга, где организации, связанные с финансовыми деривативами, имеющими более низкий коэффициент риска, могут отказаться смешивать свои средства обеспечения и страховой фонд с более нестабильным товарным рынком.

#### **(e) Рационализация инфраструктуры**

Ныне действующая российская инфраструктура существенным образом отличается от Стандартной Модели:

- Слабо определены Центральные Контрагенты (ССР); клиринговые центры входят в состав биржи (хотя в этом отношении ситуация понемногу меняется).
- Имеется отдельная расчетная палата (небанковская кредитная организация), которая предоставляет банковские услуги только депозитариям в качестве интерфейса с ЦБ; в то же время, согласно мировой практике эту роль могли бы выполнять коммерческие расчетные банки с солидным кредитным рейтингом, которые бы могли снизить этот риск.
- Депозитарии не выполняют функцию Центрального Депозитария (ЦД).

Ситуация в России во многом напоминает ситуацию в других странах с развивающимися рынками, где проводимые государством инициативы довольно медленно проникают в частный сектор. Отрицательным фактором, характеризующим нынешнюю ситуацию в стране, является фактическое наличие двух вертикальных биржевых групп, конкурирующих друг с другом:

- Биржевая группа, контролируемая ЦБ, включает ММВБ, Фондовую Биржу ММВБ, НКЦ, НДЦ
- Биржевая группа, контролируемая частным сектором, включает РТС, ДКК

Очевидно, что подобная конкуренция не приносит особой пользы. Вообще стоит отметить, что давнее противостояние в Европе между конкуренцией и консолидацией в настоящее время все больше склоняется в пользу консолидации. Основной довод в пользу конкуренции заключается в том, что она приводит к конкурентным ценам и эффективной работе организаций. Это положение верно для ситуации, когда потребитель может выбирать услугу. Инфраструктура, напротив, зависит от другой экономической модели, в которой самым действенным механизмом достижения снижения затрат является эффект масштаба. При невозможности создания свободного рынка для этих типов услуг единственным средством поддержания контроля остается система управления (если обратиться к истории, то можно увидеть, что различные сервисные технические компании, например, телекоммуникационные компании, были приватизированы и поставлены в условия жесткой конкуренции, для обеспечения снижения затрат и повышения эффективности, только после того, как появилась возможность технологически преодолеть аргументацию в пользу использования эффекта масштаба). К сожалению, инфраструктура фондовых рынков по-прежнему является дорогостоящей, а построение технологической платформы по-прежнему остается высоко рискованным проектом.

Если российская сторона исходит из положения, что эта сервисная модель подходит для ее инфраструктуры, потребуется обеспечить качественное корпоративное управление. Начать следует с модели собственности, но исходным положением является то, что в условиях, когда потребители не имеют выбора сервисной компании (поскольку речь идет о монополии), они могут выразить свой выбор/предпочтения только через структуру управления. По этой причине большую роль должно играть мнение потребителей относительно функционирования сервисной компании – речь, в том числе, идет и о потребителях, не имеющих доли в капитале компании. Это не может не вызвать противоречия между владением и управлением; неизбежны также трения и между интересами владельцев (стремящихся получить максимальную выгоду) и интересами потребителей (стремящихся минимизировать доход инфраструктурной организации). В силу того, что ни государство, ни ЦБ не являются (основным) потребителем, и у них нет роли владельца, стремящегося получить прибыль от инвестированного капитала (конфликт интересов), их участие в инфраструктуре должно быть максимально снижено.

Существует пример конкурирующих инфраструктур - международного депозитарно-клирингового центра Euroclear и международной депозитарно-клиринговой системы Clearstream. Однако, есть мнение, что в данном случае мы имеем дело с видимостью олигополии, для которой характерно наличие не настоящей конкуренции, а лишь только её имитация. Многие на рынке предпочли бы слияние двух вышеуказанных компаний в целях снижения операционных затрат. Данные компании имеют огромное количество дублирующих расходов, хотя это сходство постепенно сходит на нет в связи с различием в стратегиях развития компаний.

России необходимо конкурировать не на внутреннем рынке, а на международной арене. Эффективная же конкуренция на международном уровне невозможна при наличии в стране двух конкурирующих групп – какую из них выбрать в качестве глобального партнера? России необходимо консолидировать свою собственную инфраструктуру и лишь затем проводить переговоры на международной арене, имея сильные переговорные позиции; в противном случае потенциальные партнеры могут начать действовать по принципу: «разделяй и властвуй». Позиционная война между NYSE и NASDAQ не идет на пользу США, поскольку она лишь способствует росту цены бирж и ослабляет позиции NASDAQ, которая не в состоянии вести ценовую войну и поэтому вынуждена обращаться за помощью на Ближний Восток.

В пользу консолидации говорят не только экономические аргументы, но и технические. Проведение торгов по акциям на спот-рынке Фондовой Биржи ММББ и проведение торгов базирующимися на указанных акциях производных финансовых инструментах на РТС бессмысленно с технической точки зрения, поскольку участники торгов вынуждены стараться проводить свои операции на двух площадках одновременно. Более разумным решением, очевидно, является внедрение единой платформы, где участники торгов могли бы размещать комбинированные заказы на инструменты спот-рынка и деривативы. Работа с двумя входящими каналами (или экранами) для заказов по спот-рынку и по рынку деривативов является неприемлемым вариантом.

Поддержание объективных цен на рынке деривативов зависит от возможности доступа к спот-рынку в режиме реального времени. Ликвидность биржи будет строиться на предложении привлекательных цен на биржевые продукты, сочетая позиции по спот-рынку и по рынку деривативов. Подобная стратегия позволяет добиться ликвидности с различными опционными инструментами, но подобная схема невозможна, если продукты разделены между двумя конкурирующими биржами. В свое время Лондону не удалось добиться слияния Лондонской Международной биржей финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE) с Лондонской Фондовой Биржей (что было бы наилучшим решением) исключительно по причинам личного характера. Впоследствии Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов была продана и слилась с Euronext.

Решить данную проблему возможно тремя способами:

1. Положиться на то, что рыночные силы сами определяют направление в сторону консолидации, как одного из средств увеличения прибыльности (что может обернуться ценовой войной)
2. Навязать консолидацию путем ввода более жестких регулятивных требований
3. Постараться достичь согласия между участниками рынка и необходимостью в проведении консолидации.

Мы располагаем фактами, которые свидетельствуют о распространении второго способа в России – ужесточение требований к уровню собственных средств ЦД, повышение стандартов регистраторов, введение ограничений на количество акционеров, которое может обслуживать регистратор, находящийся в ведении эмитента, выборочное предоставление лицензий на биржевую деятельность и т.д. Строительство же современных рынков капитала должно также стимулировать внедрение первого способа.

#### **(f) Консолидация инфраструктуры**

Велик соблазн пуститься в философскую дискуссию по поводу сопоставления конкуренции с консолидацией на предмет определения наиболее правильного пути развития. В данном вопросе, проблемы, с которыми столкнулась Россия, отличаются от тех, с которыми столкнулись страны Европейского сообщества. России необходимо создать сильную инфраструктуру рынков капитала, и, ради улучшения ситуации на внутреннем рынке, сделать это надо как можно быстрее. Впоследствии встанет вопрос, каким образом интегрировать российский рынок капитала в мировую финансовую систему. Это необходимо будет делать, предварительно обеспечив сильную переговорную позицию, а это может быть достигнуто только путем рационализации и трансформации элементов Стандартной Модели в вертикальную биржевую группу.

Мы исходим из той предпосылки, что Россия не располагает ни достаточными средствами, ни политической решимостью, чтобы принимать участие в процессе поглощения, активно проходящем в настоящее время на мировом биржевом рынке. Самая ближайшая задача состоит в создании сильной отечественной инфраструктуры. После этого российская сторона должна определиться, хочет ли она сделать промежуточный шаг и стать лидером в своем регионе. Если да, то с кем? К тому времени станет уже понятно, в каком направлении идет мировая консолидация, и после этого Россия сможет позиционировать себя как часть этого движения. Необходимо будет принять решение в пользу максимизации потенциала к слиянию или в пользу роли консолидатора инфраструктуры – выбор между пассивной глобальной стратегией и активной глобальной стратегией. Это не имеет смысла для двух российских конкурирующих биржевых групп, пытающихся предложить региональное решение для стран бывшего СНГ. Это содержит неправильный посыл, не обеспечивает четкого центра притяжения, и приведет к вытеснению одной биржевой группы другой. Это еще один довод в пользу рационализации инфраструктуры в России.

При проведении консолидации Россия должна учитывать мировые тенденции с тем, чтобы строить свою инфраструктуру и снабжать ее защитными средствами с оглядкой на мировой опыт и в итоге получить систему, без проблем вписывающуюся в мировое сообщество. Когда зайдет речь о выходе страны на международный уровень, это обстоятельство будет большим преимуществом. На деле это означает принятие общемировых стандартов – любое слияние с крупной международной компанией будет затруднительным при наличии в России своих собственных стандартов, которые потребуют адаптации. Это весьма дорогостоящий процесс, который существенно снижает ценность сотрудничества с российскими партнерами для иностранных компаний.

Необходимо разработать «валюту» своей собственной инфраструктуры. Это можно сделать путем листинга элементов инфраструктуры на бирже. На следующем этапе инфраструктура может произвести выпуск акций как альтернативы денежным средствам, если она планирует приобретать другие объекты инфраструктуры. После этого возможен диалог с позиции силы. Продуманное управление этим процессом и той ценностью, которая создается в его результате, обеспечит России прекрасные возможности по выходу на мировой рынок. В тоже время это предоставит российским инвесторам, вложившим средства в инфраструктуру, стратегию выхода с тем, чтобы они могли возместить свои вложения (желательно с существенной прибылью) либо на этапе первоначального публичного предложения акций, либо на этапе интеграции в мировое экономическое сообщество. В данном плане для владельцев инфраструктуры представляются весьма обширные потенциальные коммерческие возможности.

## **(g) Деривативы**

Рынок деривативов в России пока еще не достаточно развит. Очевидна необходимость в оперативном развитии этого сегмента, который должен строиться на капитальной и прозрачной основе. Направление развития очевидно. Не имеет смысла проходить через весьма болезненный процесс создания отдельных инфраструктур внебиржевых и биржевых деривативов. Мировой рыночный опыт подсказывает, что предпочтение должно быть отдано единому функциональному решению. Это позволит добиться ценового преимущества и создаст задел на будущее. Необходима единая платформа, сочетающая биржевые деривативы с внебиржевыми функциями, которая разделяет доход от набора функций по опционной торговле, являющегося достаточно сложной и не необходимой для спот-рынка. Биржевые деривативы акций должны торговаться на бирже акций, деривативы с фиксированным доходом должны торговаться на бирже внебиржевых деривативов (мы исходим из предположения, что группа компаний MTS не будет располагать достаточно развитым сектором деривативов, хотя ситуация может измениться). В идеале один ССР должен фиксировать операции со всех рыночных направлений (денежные средства, биржевые деривативы и внебиржевой сектор). Центральный депозитарий не принимает участия в деятельности рынка деривативов (за исключением сегмента реальной поставки), хотя необходимо принимать во внимание движение денежных средств по внебиржевым и биржевым операциям с деривативам – отправка денег через RTGS после взаимозачета с расчетами по денежным средствам, проводимых ЦД.

В сфере квитовки и клиринга торгов есть возможность создания лидирующего в мире полностью интегрированного квитовочного решения либо на базе ЦД, либо на базе ССР, обслуживающего все группы продуктов – денежные средства, внебиржевой рынок, биржевые деривативы и (впервые введенные) фонды и альтернативные инвестиции<sup>1</sup>.

#### **(h) Повышение биржевой ликвидности**

Значимыми для России являются следующие два основных положения:

Во-первых, если российские биржи собираются конкурировать на мировом рынке, они должны предложить технологию, которая характеризуется низким временем ожидания реакции системы. Решение в пользу двух платформ более дорогое и накладывает дополнительные расходы на рынок.

Во-вторых, сама по себе технология не достаточна, России необходимо привлекать иностранных инвесторов, которые способны участвовать в торгах в удаленном режиме, поэтому этим инвесторам потребуется больше, чем просто технология. Они должны быть спокойны в плане правового обоснования и нормативного регулирования и должны быть уверены в том, что они могут при желании спокойно вывести свои средства. Найдутся желающие проводить операции на месте (во избежание временных задержек, связанных с передачей информации по сети), но первоначально основные средства будут почти наверняка поступать из-за рубежа. (75% оборота в Норвегии поступают из-за рубежа).

Настоящая обобщенная Модель не содержит описание потребностей частных инвесторов в России, в то время как эта сфера может быть значительным источником ликвидности. Тем не менее, перед тем, как предпринимать серьезные попытки по привлечению частных инвесторов, необходимо внедрение устойчивой инфраструктуры, связанной с посредниками и регулятором.

---

<sup>1</sup> Альтернативные инвестиции: один из терминов для фондов хеджирования  
© 2007 Thomas Murray.

### **(i) Подход к многосторонним торговым системам (MTF)**

Каким бы ни был соблазн следовать направлению, заданному США и Европой, первоначальная задача для России состоит в создании прочной (единой) торговой платформы. Подобная платформа должна основываться на традиционной бирже. Открытость рынка для MTF может отвратить еще не устоявшуюся фондовую биржу от идеи развития центра высокой степени ликвидности, необходимого для поддержания сектора деривативов и экономики страны путем создания мощного «конвейера» IPO. Не следует особо поддерживать операции на внебиржевом рынке (ограничение профессиональным рынком).

При наличии опасений, что создание единой биржи может стимулировать монопольное поведение или позволит бирже осуществлять действия, идущие в разрез с общественным (государственным) интересом, и которые не могут быть самостоятельно прекращены с помощью внутренних процессов управления, регулятор может вернуть ситуацию на исходную позицию, разрешив MTF начать проведение операций.

В данном случае исключением является рынок облигаций, описанный ниже.

### **(j) Квитовка (мэтчинг) сделок**

Для привлечения иностранных средств России необходимо поддерживать определенное количество инициатив. Необходимо принятие стандартов ISO; если Япония может сделать это по отношению к кандзи, то Россия может сделать тоже самое по отношению к кириллице.

Приглашение к сотрудничеству одного из поставщиков технических решений для квитовки сделок следует рассматривать в качестве средства упрощения процесса проведения трансграничных операций. Российская сторона должна рассмотреть возможность выхода с предложением тендера для компаний Omgeo, SS&C и, возможно, для еще одного поставщика решений для квитовки операций. Необходимо стимулировать интерес российских поставщиков услуг (телекоммуникационных компаний, поставщиков услуг по маршрутизации заявок, бирж, поставщиков программного обеспечения, поставщиков информации и т.д.) к взаимодействию с компанией Omgeo в режиме сквозной обработки транзакций (straight-through processing, STP).

Предоставление услуг квитовки как для наличных средств, так и для деривативов должно способствовать исследованию функции квитовки в рамках ССР.

### **(к) Центральный контрагент**

Рынок биржевых деривативов в России отчетливо нуждается в Центральном контрагенте (ССР). Это должна быть хорошо капитализированная организация, обладающая всеми необходимыми функциями и возможностями. При наличии всего нескольких первоклассных ценных бумаг («голубых фишек»), обеспечивающих основной объем торговли, нет необходимости в Центральном контрагенте спот-рынка. Такой была ситуация в Финляндии, где, в силу присутствия только одной заметной ценной бумаги – Nokia, рынок не испытывал потребности в ССР.

Нет причины для создания двух (или более) ССР. Построение ССР для биржевых деривативов не представляет особых сложностей, но добавление функционала для внебиржевых деривативов может быть весьма сложным процессом, таким же сложным



как добавление функционала для спот-рынков. Причиной этого является отсутствие общепринятой модели гарантийных маржинальных взносов для внебиржевых деривативов и для спот-рынков. Наиболее популярное решение является унифицированным (возможно, это модель VAR) для каждой из основных продуктовых групп. Только в случае если функционал обеспечения гарантийных маржинальных взносов для внебиржевых деривативов и спот-рынка не может быть предоставлен внешним поставщиком, необходимо рассмотреть возможность использования дополнительного Центрального контрагента, то есть возможность пригласить клиринговую палату LCH.Clearnet присоединиться к рынку.

Вряд ли есть особый смысл рассматривать упрощенную версию Центрального контрагента для спот-рынков. Следует тщательно проанализировать наделение CCP центральной функцией квитовки, хотя в свете попыток со стороны NYSE избавиться от местных центральных контрагентов (заменить клиринговую палату LCH.Clearnet на EuroCCP) необходимо проявлять осторожность с тем, чтобы функция квитовки была, при необходимости, передана ЦД.

## **(I) Операции с облигациями**

В то время как российское правительство на текущий момент не испытывает острой необходимости в заимствовании средств на рынках капитала, ожидается, что в среднесрочный период оно будет вынуждено выпустить государственные долговые обязательства. Следовательно, Россия должна как можно скорее развивать свой долговой рынок. Четкая стратегия долговых инструментов в разрезе срочности и ликвидности обеспечит прочную основу для спот-рынков и позволит создать устойчивый рынок деривативов в секторе государственных долговых обязательств. Эти размещения ценных бумаг должны быть проанализированы вперед на 3 – 5 лет, в противном случае есть риск повторения случая печально известной итальянской системы, когда приходится выкупать неликвидные выпуски и заменять их ценными бумагами последнего выпуска.

В плане инфраструктуры у России есть два варианта – самостоятельно развивать ее на рынках облигаций или вступить в партнерство с многосторонней торговой системой. Учитывая то, что MTS представляет собой крупный центр ликвидности со всей необходимой инфраструктурой и торговыми технологиями, конкуренция с ней будет весьма затруднительной. Россия может защитить национальный рынок облигаций, но с риском пониженной ликвидности, более высоких цен на эталонные государственные облигации и увеличенного спреда для корпоративных эмитентов.

Рекомендация состоит в создании отдельного рынка облигаций (вне группы ММВБ), который впоследствии мог быть объединен с группой MTS для использования всех ее преимуществ. Опасность состоит в том, что оставаясь вне сферы MTS, рынок остается изолированным, без получившего международное признание механизма маршрутизации заявок на сделки с облигациями (с тех пор, как брокеры/дилеры не используют технологические комплексы компании GL Trade и систему Fidessa для сделок с фиксированным доходом, а только для акций), и, поэтому, сможет рассчитывать только на отечественную ликвидность. ММВБ не сможет помешать MTS включить в котировальные листы российские государственные облигации, и тогда иностранные инвесторы сделают выбор в пользу платформы MTS, что будет невыгодно для ММВБ.

В конечном итоге рынок акций станет полностью глобальным (Нью-Йоркская Фондовая Биржа/Euronext и т.д.), за ним последует рынок с фиксированным доходом. Единственным практическим способом выхода на глобальный рынок с фиксированным доходом для

России является использование MTS (исходя из предположения, что договоренность с американской брокерской компанией Cantor Fitzgerald невозможна). Даже если в настоящее время непосредственных планов по выбору этого пути нет, от него, как от опции, не следует отказываться – иными словами отделение рынка облигаций от рынка обыкновенных акций должно быть всегда возможно.

### **(m) Кастодиальные услуги в России**

Отечественная сфера кастодиальных услуг развита недостаточно, частично в силу системы регистрации и нечеткого разделения между кастодианами и депозитариями. Глобальный же рынок кастодиальных услуг в России не представлен по причине довольно незначительного числа операций, предполагающих перемещение средств за рубеж. Россия должна стимулировать развитие своих собственных глобальных брокеров/дилеров и своих собственных глобальных кастодианов.

Содействие российским глобальным кастодианам должно иметь целенаправленный характер. Ряд крупных российских банков в настоящее время предлагают услуги внутреннего доверительного хранения, и некоторые из них (например, ВТБ) уже проводят региональную стратегию. Одним из препятствий на пути развития в настоящий момент в России является неспособность российских инвесторов проводить прямые инвестиции в зарубежные проекты, кроме как через систему Российских депозитарных расписок. Если эту проблему удастся решить, то российский кастодиан сможет предлагать услуги глобального кастодиана российским институциональным инвесторам. Это станет ядром потенциального российского глобального кастодиана.

Правовая основа сферы кастодиальных услуг в России должна быть доработана. Необходима отдельная правовая база, которая поддерживала бы сферу доверительных (трастовых) услуг и четко отделяла бы ее от сферы депозитарной.

Поддержка российских глобальных брокеров/дилеров может быть более проблематичной. В этом вопросе Япония добилась успеха только на короткий срок, но после того, как японский пузырь лопнул, остаться на плаву удалось только финансовой группе Nomura, да и то едва ли в качестве глобального брокера/дилера. Европейские страны представлены UBS и Дойче Банком; а Barclays и HSBC являются в лучшем случае региональными игроками. И все же Россия должна поощрять появление лидирующего внутреннего игрока в сообществе брокеров/дилеров. Существенные привилегии (но не монополия) в плане государственных мандатов стали бы неплохой отправной точкой. Стимулируя движение к консолидации среди менее крупных брокеров/дилеров можно добиться создания критической массы – это осуществимо с помощью регулятивных механизмов.

Даже если российский брокер/дилер окажется не в состоянии конкурировать с крупнейшими мировыми компаниями, сильный региональный игрок поможет реализовать амбиции России в плане утверждения в качестве поставщика региональной инфраструктуры – эти два явления тесно связаны друг с другом.

### **(n) Прямой доступ к рынку**

Структура биржи должна включать в себя мировых лидеров из числа независимых поставщиков программного обеспечения. При наличии отдельных бирж в России, они должны сотрудничать в этом вопросе с целью проверки и выбора небольшого количества независимых поставщиков программного обеспечения, которые могли бы предложить

оптимальную функциональность, и клиентскую базу. Таким образом, у России будет возможность попасть в готовый центр ликвидности.

Те международные инвесторы, которые предпочитают проводить свои операции через прямой доступ к рынку, будут таким образом иметь возможность включить Россию в число своих инвестиционных параметров. Это привлечет ликвидность особенно из хедж-фондов.

Вполне возможно, биржи захотят привлечь алгоритмических участников торгов, но могут отказаться от расширения этой функциональности для «внутридневных» участников торгов или спекулянтов из числа клиентов – физических лиц. В то время как многие участники рынка на бирже деривативов функционируют как «внутридневные» участники торгов, изначально должна требоваться квалификация профессионала/регулирующего органа.

Внедрение в глобальную торговую инфраструктуру предоставит доступ к готовому фонду ликвидности, а также свяжет Россию с глобальными рынками. Происходящие за пределами России события, находящиеся вне ее контроля и имеющие экономические последствия для зарубежных стран, будут также отражаться и на России – страна не сможет уберечь себя от последствий этих событий.

#### **(o) Нормативные акты, призванные поддержать новые типы инвестиционной технологии**

Для привлечения в Россию фондов хеджирования и схем коллективного инвестирования необходимо принятие нормативных актов. По началу возможно преобладание консервативного подхода к величине общего риска, который может быть принят этими финансовыми институтами; но это может быть смягчено продуманностью организации указанных рынков (будь то рынок деривативов или товарный рынок и т.д.). Суть заключается в том, чтобы размещать инвестиции в России в тех местах, где их можно регулировать и где имеются четкие правила относительно прозрачности, управления рисками, практики продаж, маркетинга и т.д.

Ограничение доходности, получаемой через внутрirosсийские институты, приведет только к тому, что инвестиции будут идти за границу, что не может не сказаться на ситуации с ликвидностью, которая будет снижаться на любом из развивающихся отечественных рынков.

К тому времени, когда Россия создаст полноценный рынок деривативов, нынешние продукты, которые сейчас расцениваются как новые (например, дефолтные свопы), станут уже полностью и сформированными, и будут обеспечивать значительные обороты – продукты ЦД за последние 4 года показывают рост на уровне 30% в год. Велик будет спрос на компенсирование кредитного риска по российским корпорациям, выпускающим обыкновенные акции и долговые обязательства. Повторимся – это тот рынок, который необходимо сформировать внутри страны. Дефолтные свопы нуждаются в значительной поддержке со стороны кредитных рейтинговых агентств, а те, в свою очередь, нуждаются в стимулировании для обеспечения широкого охвата российских корпораций.

#### **(p) Поддержка новых инвестиционных продуктов**

Тот факт, что регулятор продвигает новые продукты, говорит о его потенциале. Регулятор должен иметь возможность рецензировать комплексные модели рисков, которые будут

использоваться банками и брокерами. Как правило, регулятор позволяет банкам и брокерам использовать их собственные модели рисков, если они могут доказать, что эти модели соответствуют стандартным требованиям. Это является конкурентным преимуществом для банков/брокеров, поскольку, чем более содержательной является их модель, тем более конкурентоспособными они становятся. Российский регулятор должен обладать этой возможностью, в противном случае российские банки и брокеры будут в существенном проигрыше в плане операций на международном уровне, особенно после вступления в силу рекомендаций Basel II<sup>2</sup>.

Хотя создание рынка деривативов с целью оказания поддержки современному финансовому инжинирингу может не являться первоочередной задачей, это должно быть рассмотрено в качестве задачи среднесрочной перспективы, что, в свою очередь, влияет на сроки развития российских рынков капитала (смотри Промежуточный Этап 3, раздел 3.3.3).

Необходимо внимательно следить за новыми разработками в сфере инфраструктуры, которые оказывают поддержку новым продуктам. Оперативно воспроизводя эти нововведения, Россия может оставаться на передовых позициях и укреплять свою роль регионального лидера, оказывая, в тоже время, поддержку российским глобальным брокерам и кастодианам.

#### **(q) Кредитование ценными бумагами**

Необходимо качественное обновление правовой и налоговой составляющих сферы кредитования ценными бумагами. От этого рынка нельзя отказываться, поэтому для стимулирования его развития необходимо создание структуры для биржевого кредитования ценными бумагами (возможно, по примеру MTF).

Если российская сторона планирует изменить инфраструктуру биржи и ЦД, возможно, было бы целесообразно встроить механизм заимствования и передачи в заем ценных бумаг в основную инфраструктуру, что дало бы России существенное преимущество.

Эффективный прозрачный рынок кредитования ценными бумагами мог бы достичь мирового уровня и смог бы привлекать и поддерживать другие зависящие от этого типа деятельности продукты. Это дало бы России преимущество в плане альтернативных инструментов и в плане структурированных продуктов, а также дало бы возможность предлагать подобные услуги в регионе.

### **3.1.3 Рекомендации на основании передовой мировой практики рыночной деятельности**

#### **(r) Центральный источник информации**

Многие страны хорошо знакомы с проблемой своевременного и точного представления информации, касающейся корпоративных действий и чувствительной в плане цены (дивиденды, выплата процентов, выпуски обыкновенных акций для размещения среди акционеров по льготной цене, погашения и т.д.). В конечном итоге источником информации о корпоративном действии является эмитент, который, как правило, не является организацией, регулируемой государственным органом по рынку ценных бумаг.

---

<sup>2</sup> Basel II. Новая система глобального регулирования для банков с компонентом Pillar 1, реализующая новые модели уровня достаточности капитала.

Таким образом, не существует никаких регулятивных правил, которые можно было бы применить к эмитентам, за исключением тех, что содержатся в договоре. У эмитента будет контракт с биржей или с каким-либо иным органом, проводящим листинг. Таким образом, это наилучший способ введения для эмитента требований по предоставлению отчетности. Везде, где это возможно, информация должна быть изложена в электронном виде, предпочтительно при помощи стандартов ISO 15022, хотя в отношении последнего условия необходимо заметить, что для его достижение, по всей видимости, потребуется введение стоимостной дифференциации.

Необходимы законы (а не регулятивные акты), которые бы определяли вопросы, связанные с информацией, чувствительной к цене, и которые трактовали бы несанкционированные операции с использованием конфиденциальной информации как уголовное преступление. В подобном случае эмитент был бы в законном порядке обязан надлежащим образом распространять информацию, чувствительную к цене.

Собранная информация в таком случае должна быть представлена на рынок в прозрачной форме и с равными правами доступа для всех сторон. Лучше всего делать это по средствам центрального источника данных, который может быть представлен биржей или ЦД. В качестве доступного средства распространения информации следует рассмотреть всемирную сеть Интернет.

#### **(s) Центральный источник данных**

Передовая мировая практика рыночной деятельности свидетельствует о том, что наилучшим вариантом является предоставление отчетов по всем операциям с финансовыми инструментами, включая товарный рынок и другие классы активов, операции с которыми проводят регулируемые организации. Очевиден тот факт, что часть операций с этими инструментами распределена по всему рынку по разным биржам, другая же часть представляет собой внебиржевой сегмент.

Как правило, движущей силой сбора всей информации в единый источник является регулятор, поскольку подобные сведения необходимы ему для контролирования и ведения наблюдения за всем рынком. Этим, однако, преимущества центрального источника данных не исчерпываются. Не стоит забывать о содержании хранилища свопов (по модели DTCC DERIV/Serve), предоставлении временных рядов для подтверждения моделей поведения рынка на основе данных предыдущих периодов (работоспособность новых фондов часто демонстрируют при помощи применения их инвестиционных методик к историческим данным) плюс общие статистические данные для проведения сопоставлений по всему рынку и т.д.

#### **(t) Розничная модель**

В настоящее время преимущества розничной модели значительны, в то время как недостатки модели оптовой кажутся неискоренимыми.

Необходимо выяснить, возможна ли розничная модель в соответствии с действующим законодательством. Это будет иметь последствия для налогового законодательства и права собственности (возможны и другие ограничения).

Управление ЦД на основании розничной модели будет существенным шагом вперед, процесс будет иметь далеко идущие последствия для пост-торговой среды. Поэтому изучение возможности принятия розничной модели должно быть приоритетом. Это одно

из первых решений, которое должно быть принято, поскольку оно будет иметь существенное влияние на последующее развитие во всех направлениях.

#### **(u) Модель 1 – расчет на основе T+3**

Модель 1 представляет собой модель, которая предусматривает расчет на основе ППП (поставки против платежа), особенно после введения в действие системы RTGS. Расчет с помощью механизмов, которые могут быть предложены рынку Центральным Банком, практически устраняется риск контрагента при осуществлении платежей, поэтому данный вариант пользуется популярностью среди международных инвесторов. В настоящее время активно разрабатываются совершенные технологии оптимизации, которые позволят минимизировать требования по ликвидности в плане расчетов по Модели 1.

Исходя из предположения, что расчет по Модели 1 накладывает определенные ограничения на ликвидность, нет смысла еще больше усложнять положение дел путем принятия цикла расчета, который усугубляет требования ликвидности. Формула T+3 является вполне приемлемой для иностранных инвесторов, она позволяет достичь баланса между минимизацией риска, которому подвержен контрагент и минимизацией требований по ликвидности. Нет смысла внедрять ССР для спот-рынков, если расчет на таких рынках происходит на основе, которая меньшей основы T+2, поскольку у Центрального контрагента не будет времени, чтобы войти в цепочку создания стоимости.

#### **(v) Модель интеграции с расчетной системой**

Необходимо как можно быстрее запустить в действие систему RTGS, задействовать в системе все банки и сделать эту услугу доступной для ЦД. При создании единого ЦД в России, он должен получить поддержку со стороны ЦБ и должен иметь разрешение на проведения операций в рамках интегрированной модели. Это приведет к появлению дополнительных требований по ликвидности (в добавление к расчету по Модели 1), и это произойдет после введения расчета по Модели 1.

#### **(w) Центральный регистратор**

Регистрация является, пожалуй, наиболее спорной сферой на российском рынке. Несмотря на предпринимавшиеся ранее попытки к уменьшению количества регистраторов и к ограничению роли регистраторов, находящихся под контролем эмитента, необходимо стремиться к созданию центрального регистратора, в идеале в виде части единого ЦД. Подобное решение прекрасно подойдет к розничной модели, не будучи при этом зависимым от нее.

### **3.1.4 Рекомендации по структуре владения и управления**

По-прежнему не утихают споры о том, кому должна принадлежать инфраструктура и как она должна управляться. Через 10 лет эти споры будут уже в прошлом. Вся инфраструктура будет общедоступной/принадлежать пользователям и управляться она будет также пользователем на коммерческой основе. Задача, которая по-настоящему требует решения, это каким образом перейти к этому состоянию от того, что мы имеем на сегодняшний день. Поскольку мировая практика рыночной деятельности в данном вопросе не может предложить никаких готовых решений, далее мы излагаем точку зрения специалистов компании Thomas Murray на этот вопрос с учетом тех тенденций развития, с которыми мы сталкивались в ходе нашей работы с разными клиентами.

Заинтересованность государства в прямом владении инфраструктурными институтами значительно снизится, в случае реализации правительством возможности безрискового получения экономической полезности от инфраструктуры. Собирать налоги от торговли ценными бумагами возможно и без обязательного предоставления гарантий. Правительство может использовать имеющиеся рычаги регулирования для недопущения рисков государственной политики. Самое лучшее рыночное управление осуществляют сами рынки; зрелый рынок располагает таким количеством балансирующих сил, что прибегать к вмешательству правительству приходится крайне редко.

В других странах мира ЦБ, в основном, вышли из депозитарного бизнеса, а правительства, которые владеют инфраструктурой, проводят ее приватизацию, нередко по весьма привлекательной цене. В некоторых странах инфраструктура по-прежнему остается под государственным управлением (Польша, Словакия), но и эти страны планируют провести приватизацию в этой сфере. Мы считаем, что через 10 лет почти вся инфраструктура будет акционированной/принадлежать пользователям и управляться она будет также ее пользователями. Эти силы будут действовать в России так же, как они действуют в других странах.

Не имеет смысла рассматривать инфраструктуру, которая в долгосрочной перспективе будет приносить убытки. Существует стандартный цикл развития, который предусматривает учреждение ЦД со значительными финансовыми затратами для систем и т.д., низкую доходность на начальном этапе деятельности и убыточность функционирования ЦД в течение первых 3-5 лет работы. После окончания этого периода происходит захват всего бизнеса на рынке (посредством перевода акций в безбумажную, электронную форму выпуска), система больше не требует капитальных расходов, и затем ЦД начинает приносить ощутимую прибыль. По истечении 5 – 6 - летнего срока исходные инвесторы стараются вернуть свои капиталовложения либо путем получения прибыли от дивидендов либо, если речь идет об участниках рынка, путем уменьшения стоимости обслуживания. Открытым остается вопрос относительно владельца ЦД в течение этого непростого начального периода (первые 5 лет). В ситуации, когда участники рынка не имеют достаточной уверенности или просто не располагают необходимыми средствами, в игру может вступить государство или даже Всемирный Банк (или же одно из агентств по привлечению ресурсов), но это только на начальном этапе. Как только ЦД достигнет определенной степени зрелости, он должен быть передан участникам рынка.

Говоря о праве собственности относительно участников рынка, необходимо помнить, что всегда есть возможность прямой продажи этого права иностранным участникам, возможность передачи этого права собственности иностранным участникам вследствие поглощения российских участников иностранными владельцами. В этой связи некоторые правительства накладывают определенные ограничения на владение своей инфраструктурой иностранными владельцами, что хотя и противоречит истинной цели привлечения иностранных вложений на внутренний рынок, но в тоже время не отпугивает инвесторов. Право собственности в отношении бирж составляет национальную гордость и постоянно находится в центре политического внимания – право собственности по отношению к ЦД вызывает, в основном, куда меньший резонанс – но даже этот оплот традиций постепенно скрывается за горизонтом истории на фоне стремления к консолидации.

#### **3.1.4.1 Отдельное владение и управление**

Внутренний конфликт между владением и управлением наблюдается только вследствие несбалансированности этих компонентов. К сожалению, чаще всего дело обстоит именно так.

В крупных компаниях все собственники не могут быть представлены в структуре управления, поэтому необходим механизм назначения ответственных за управление, как правило, из числа владельцев, но с элементом независимости, как это принято в США и Германии. Как только владение отделяется от управления, внутренний конфликт прекращаются.

В большинстве компаний происходит объединение интересов владельцев и управляющих на коммерческой основе, в том числе на основе стремления обеих сторон максимизировать прибыль от права владения. Существует негласное предположение, что управляющие действуют в интересах заинтересованных сторон<sup>3</sup>, но, прежде всего, в интересах владельцев. В условиях конкуренции на рынке пользователи и потребители компании имеют возможность выбирать, и, если компания не предоставляет полезный продукт или услугу, ее деятельность в коммерческом плане не будет успешной. В подобной ситуации как владельцы, так и управляющие заинтересованы в прибыльности предприятия. Подобная схема может быть недостаточной, когда речь идет о монополии, что часто вполне справедливо по отношению к ЦД.

При отсутствии коммерческой заинтересованности необходим иной механизм для правильного соотнесения интересов заинтересованных сторон.

### **3.1.4.2 Пользователи услуг монополии**

Сложнее дело обстоит с компаниями-монополиями. Пользователи или потребители не имеют выбора и, поэтому, требуют представления своих интересов в структуре управления или собственности. Большинство ЦД и большое количество бирж являются монополиями, даже если это не установлено законами.

Если раньше мы говорили только о владельцах и управляющих, действующих с общим интересом, теперь в расчет необходимо принимать еще одну группу, а именно пользователей, чьи цели порой значительно отличаются от целей владельцев. Пользователи заинтересованы в доступном сервисе (при соблюдении контроля за качеством), в то время как владельцы стремятся к наибольшей прибыли, поэтому дорогие услуги для них предпочтительней. Каким образом разрешить этот основной конфликт между пользователями и владельцами?

### **3.1.4.3 Конфликт интересов**

Вероятность конфликта интересов возрастает с увеличением группы заинтересованных сторон. В большой группе возможна ситуация, когда конкурирующие интересы одной категории не противоречат друг другу – сотрудники хотят повышения заработной платы, владельцы заинтересованы в большей прибыли, а пользователи выступают за более доступные услуги – у каждой группы есть свой интерес, но нет двух конкурирующих интересов. Конфликты возникают тогда, когда одна сторона имеет более одного интереса, конкурирующего с другими.

---

<sup>3</sup>Заинтересованные стороны – все стороны, заинтересованные в эффективном управлении организацией.

Под акционерами понимаются владельцы, пользователи, потребители, наемные работники компании, управляющий состав и т.д.

© 2007 Thomas Murray.



Потенциальный конфликт прослеживается у владельца, который в тоже время является еще и пользователем. У владельца может быть соблазн максимально повысить доходы, путем несправедливого распределения расходов между различными группами пользователей. То есть владелец, который выступает в качестве брокера/дилера, может принять решение об установлении высокой платы за обслуживание активов – платежа, обычно взыскиваемого с кастодианов и об установлении низкой платы за проведение расчетов – платежа, лежащего, как правило, на брокеров/дилеров. Если основную массу в ЦД составляют брокеры/дилеры, они будут продвигать идею более низкой платы за проведение расчетов и более высокой платы за обслуживание активов. Такова на сегодняшний день ситуация в Euroclear.

Регулятор не должен быть владельцем ЦД и не должен принимать участия в его управлении. Данная роль требует абсолютной объективности, а это невозможно, если регулятор является владельцем, стремящимся к максимальному увеличению прибыли, или если он является членом правления, наделенным корпоративными обязательствами. Такая же логика применима и к ЦБ, хотя его функция заключается скорее в осуществлении наблюдения, а не регулирования, хотя и эта роль наблюдателя требует абсолютной объективности. Это одна из причин, по которой ЦБ выводятся из процесса непосредственного участия в работе ЦД и по которой функция наблюдения переходит от бирж к регулятору. Конфликтом чревата работа даже некоммерческой биржи, если она играет регулятивную роль, которая потенциально может значительно возрасти, если она претерпит некоторое видоизменение и станет на коммерческую основу. Сама идея саморегулируемых организаций постепенно сходит на нет, особенно в Европе, по мере централизации регулятивной функции. В США саморегулируемая организация NASD передала свои биржевые операции NASDAQ, а Нью-Йоркская биржа выделила свою саморегулируемую компанию в некоммерческую организацию NYSE Regulation Inc.

Само понятие управления было первоначально связано с представительством в органах управления в интересах владельцев, но впоследствии оно существенно расширилось и теперь отражает законные права широкого спектра сторон, в совокупности называемых заинтересованными сторонами.

#### **3.1.4.4 Кто является заинтересованными сторонами в ЦД?**

Среди прочего список заинтересованных сторон в ЦД включает:

- Владелец
- Сотрудников
- Биржи
- ССР
- Регулятора
- ЦБ
- Эмитентов
- Инвесторов
- Посредников

Каждая из вышеуказанных сторон имеет законный интерес в надлежащем функционировании ЦД. Вопрос заключается в том, в какой степени они должны быть привлечены к процессу управления? Участие в процессе управления владельцев очевидно, но как быть с оставшимися группами?

*Участие заинтересованных сторон в управлении ЦД*

В нижеприведенной таблице указаны заинтересованные стороны, которые на законных основаниях могут быть привлечены к процедуре управления ЦД.

Заинтересованная сторона	Участие в управлении	Пояснение
Владельцы	да	Функция контроля представляет собой одно из преимуществ права собственности
Сотрудники	да	Нахождение на рынке труда, на котором нет профессиональных союзов
Биржи	нет	Можно не допустить, чтобы биржа-конкурент получила доступ и поставщику-монополисту
ССР	нет	Можно не допустить, чтобы ССР - конкурент получил доступ и поставщику-монополисту
Регулятор	нет	Достаточное влияние через надзор
ЦБ	нет	Достаточное влияние через наблюдение
Эмитенты	да	Только если ЦД функционирует по розничной модели
Инвесторы	да	Участие только в случае монополии
Посредники	да	Крупные поставщики бизнеса для монополии

Таким образом, некоторые заинтересованные стороны должны быть привлечены к управлению ЦД-монополии. Без использования этой системы сдержек и противовесов в проигрыше может оказаться любая из заинтересованных сторон. Стороны, не наделенные правами управления, имеют другие возможности влияния, и эти возможности не должны дублироваться (через управление) и не должны противоречить другим положениям.

#### *Право владения ЦД*

Очевиден конфликт у ряда заинтересованных сторон, если они являются владельцами:

- |               |   |
|---------------|---|
| a) Сотрудники | Никакие ЦД не управляются по принципу кооперативного сообщества |
| b) Биржи      | Избегать – для обеспечения открытого доступа                    |
| c) ССР        | Избегать – для обеспечения открытого доступа                    |
| d) Регулятор  | Избегать конфликтов интересов                                   |
| e) ЦБ         | Избегать конфликтов интересов                                   |

(a) Сотрудники: основной компонент финансового рынка не должен управляться по принципу кооперативного сообщества. При необходимости получения средств в короткий срок, маловероятно, что наемный сотрудник кооперативного сообщества мог предоставить необходимую сумму.

(b) Биржи: Все биржи должны иметь одинаковый доступ к готовым продуктам инфраструктуры. Если одна биржа владеет ЦД, она может не допустить другие биржи к услугам по проведению расчетов и, таким, образом, не допустить конкуренции со стороны других бирж.

В этом заключается одна из важнейших задач для вертикальной биржевой группы, когда биржа владеет готовыми продуктами инфраструктуры. На определенном этапе Комиссия Европейского Союза рассматривала Директиву, где обращалась к этому вопросу, но затем переключилась на Кодекс Поведения, который должен был стимулировать взаимодействие рынков. В результате в соответствии с Кодексом Поведения были направлены многочисленные просьбы о взаимодействии – клиринговый центр Eurex Clearing и международный расчетно-клиринговый центр Clearstream Banking хотели получить доступ к и добиться взаимодействия с фондовыми биржами, клиринговыми центрами и расчетными организациями во Франции, Голландии, Бельгии, Португалии и Великобритании с тем, чтобы холдинг Deutsche Börse Group мог расширить спектр своих пост-торговых услуг в сфере торгов обыкновенными акциями. Это было сделано в ответ на запросы клиринговой палаты LCH.Clearnet в адрес итальянской биржи Borsa Italiana и немецкой биржи Deutsche Börse о предоставлении широкомасштабного взаимодействия с Клиринговой Палатой Биржи Италии (CC&G) и клиринговым центром Eurex Clearing в качестве ССР на итальянском и немецком рынках соответственно. Клиринговая палата LCH.Clearnet намеревается предложить услуги ССР для операций, проведенных на итальянской бирже Borsa Italiana и немецкой бирже Deutsche Börse. Время покажет, насколько успешно Кодекс Поведения будет работать на практике, но опасность заключается в том, что если рынок не заставит его заработать Комиссия Европейского Союза вынуждена будет принять Директиву.

Определенное количество рынков оперируют с вертикальными биржевыми группами, в которых ЦД принадлежит бирже. Тем не менее, в большинстве подобных ситуаций конкуренции на внутреннем рынке нет, и, следовательно, не возникает проблем в связи с открытым доступом к ЦД. Вопрос может стать более спорным при внедрении директивы Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» и появлении MTF.

Кодекс Поведения лишает вертикальную биржевую группу некоторых защитных преимуществ, поскольку по правилам взаимодействия вертикальная биржевая группа может быть расформирована.

(с) ССР: Та же логика, что используется в отношении бирж, применима и для ССР. В этом случае ССР может не допустить другие ССР, равно как и другие биржи (с которыми он не скоординирован) к услугам проведения расчетов.

(d & e) Регуляторы и ЦБ: ЦД должен иметь возможность проводить операции на коммерческой основе по собственному усмотрению. Регуляторы и ЦБ не должны иметь отношение к праву собственности на независимые коммерческие операции.

Исключения из вышеуказанного составляет тот ограниченный набор участников, действующих как потенциальные владельцы, которые, тем не менее, имеют значительные законные интересы в ЦД. Право собственности не может контролироваться в том случае, если акции ЦД котируются на биржах, и частные инвесторы вполне могут держать акции в ЦД, как часть своего обычного портфеля. Представители компании Thomas Murray, как правило, расценивают подобное устройство как представляющее больший риск, поскольку в случае финансового кризиса частные инвесторы с меньшей степенью вероятности откликнутся на запрос о финансировании, чем участники с мощными установленными интересами.

Таким образом, в качестве потенциальных владельцев ЦД остаются только эмитенты, посредники и инвесторы. Эмитенты, как правило, не заинтересованы во владении ЦД, а инвесторы примут долевое участие в ЦД, если это соответствует их инвестиционным

критериям, точно так же, как и в ситуации с другими компаниями, долевое участие в которых они принимают. В то же время владеть частью ЦД могут фонды, специализирующиеся на инфраструктуре (как, например, австралийская компания Macquarie Infrastructure Group, часть Австралийского Инвестиционного Банка). Также проявить интерес к владению частью ЦД могут инвесторы в качестве пользователей, особенно если Центральный Депозитарий является монополией, другого способа выражения своих интересов у них нет. Таким образом, ожидается, что главная группа владельцев будет состоять из финансовых посредников (профессиональных участников рынка).

### 3.1.4.5 Заинтересованные стороны биржи

Список заинтересованных сторон по участию в капитале биржи включает:

- Владельцев
- Сотрудников
- Регулятора
- ЦБ
- Эмитентов
- Инвесторов
- Посредников
- Государство

Включение в данный список правительства (государства) объясняется тем, что биржа представляет собой предмет национальной гордости. С политической точки зрения французское правительство одобрило идею слияния между Euronext и немецкой биржи Deutsche Borse, не желая разрешить США поглотить компанию силами Нью-Йоркской Фондовой Биржи, несмотря на то, что с коммерческой точки зрения американский партнер был для Euronext предпочтительнее, нежели немецкая биржа Deutsche Borse. Комиссия Европейского Союза предпочла европейского лидера американскому участию. Таким образом, политическая конъюнктура нередко может пойти вразрез с коммерческой логикой – пример заинтересованной стороны, возможно, без прямого собственного интереса, но со значительным влиянием.

#### *Участие заинтересованных сторон в управлении биржей*

На нижеприведенной таблице указаны заинтересованные стороны, которые на законных основаниях могут принимать участие в процессе управления биржей:

<b>Заинтересованная сторона</b>	<b>Участие в управлении</b>	<b>Пояснение</b>
Владельцы	да	Функция контроля представляет собой одно из преимуществ права собственности
Сотрудники	да	Нахождение на рынке труда, на котором нет профессиональных союзов
Регулятор	нет	Достаточное влияние через надзор
ЦБ	нет	Достаточное влияние через наблюдение
Эмитенты	да	Основной участник на бирже
Инвесторы	да	Основной участник на бирже
Посредники	да	Основной участник на бирже
Государство	нет	Нет роли

Государство является эмитентом ценных бумаг (как правило, через ЦБ или Министерство Финансов) и, таким образом, играет законную роль в процессе управления биржей в этом качестве – но не в собственно своем качестве ЦБ или государства как политической структуры.

#### *Право собственности на биржу*

Так же как и в случае с ЦД, в случае с биржами есть ряд заинтересованных сторон, которые очевидно не должны быть владельцами:

Сотрудники Никакие биржи не управляются по принципу кооперативного сообщества  
Регулятор Чревато конфликтами, даже если право реализуется саморегулируемыми организациями

ЦБ Только в качестве эмитента (смотри раздел 3.1.4.6)

Государство Только в качестве эмитента (смотри раздел 3.1.4.7)

Существуют биржи (и ЦД), владельцами которых по-прежнему является государство. Причины данного явления уходят корнями в историю, современная же тенденция направлена на приватизацию этих организаций. Процесс приватизации, как правило, включает полное или частичное размещение акций на бирже, позволяющее получить максимальную выручку от продаж, но, при этом, передает право собственности частным инвесторам. Со стратегической точки зрения полное размещение акций (открытое акционерное общество) потенциально повышает риски владения – она может стать объектом недружественного поглощения. Если биржа была запланирована государством для проведения приватизации, то последующее наложение ограничений на владение со стороны иностранных компаний будет ущемлением их интересов. Если это является чувствительным национальным вопросом, государство должно передать владение биржей, возможно, в форме закрытого акционерного общества с внутренними учреждениями другой организации, даже в ущерб выручки от продаж.

#### **3.1.4.6 Участие ЦБ**

ЦБ практически по умолчанию принимают участие в работе ЦД по части продуктов с фиксированным доходом. Изначально в условиях отсутствия ЦД как коммерческой компании существовала необходимость в механизме регистрации и расчета по государственным долговым обязательствам, и, как правило, роль этого механизма брали на себя ЦБ. Эта роль являлась традиционной и с появлением альтернативных коммерческих институтов уже не отвечала современным требованиям.

Сотрудники компании Thomas Murray не осведомлены об официальной политике Европейского Центрального Банка (ЕЦБ), но из неофициальных источников удалось узнать, что ЦБ в Европе дано указание не вмешиваться в деятельность ЦД. В настоящее время только три центральных банка связаны с деятельностью ЦД:

Национальный Банк Бельгии (НББ). Широко известен тот факт, что НББ выставил свой депозитарный бизнес на продажу. У нас нет точной информации о возможных покупателях, но одним из вероятных кандидатов на приобретение является, очевидно, международный депозитарно-клиринговый центр Euroclear.

Центральный Банк Греции. Банк по-прежнему занимается депозитарной деятельностью в отношении греческих государственных облигаций. Услуги по депозитарному

обслуживанию государственных долговых обязательств для частных инвесторов начал предлагать и депозитарий обыкновенных акций (входящий в состав группы HELEX, акции которой свободно обращаются на бирже), хотя особого успеха в этом достичь не удалось.

Центральный Банк Португалии. Казначейские векселя по-прежнему рассчитываются при помощи системы SITEME, которая представляет собой только первичный рынок практически без вторичных торговых операций. Система даже не охвачена рейтингом депозитарной службы компании Thomas Murray, поскольку объемы вторичных торговых операций недостаточны для проведения обоснования оценки риска.

В качестве наглядных примеров центральных банков, прекращающих участие в депозитарной деятельности можно привести:

- Банк Англии. Депозитарная функция передана клиринговой компании CRESTCo
- Банк Италии. Депозитарная функция передана Monte Titoli
- Банк Испании. Депозитарная функция передана IBERCLEAR
- Резервный банк Австралии. Депозитарная функция передана Austraclear (SFE).

Двумя крупными ЦБ, все еще осуществляющими деятельность на рынке, являются Федеральная Резервная Система США и Банк Японии, который, тем не менее, уже отказался от квитовки и клиринга японских государственных облигаций, а также от роли центрального контрагента. Американская инфраструктурная компания DTCC не раз предпринимала попытки добиться передачи функций от Федеральной Резервной Системы США, особенно после террористической атаки на США 11 сентября 2001 года.

Всемирный Банк пытается добиться от ЦБ в Южной Америке взятия под контроль деятельности ЦД в отношении инструментов с фиксированным доходом и обыкновенных акций, что является отказом от проводимого ранее курса. Во многих небольших странах финансовый сектор начинает свое развитие с продуктов с фиксированным доходом, при этом развитие обыкновенных акций отстает. Там, где ЦБ монополизирует сферу инструментов с фиксированным доходом, нет платформы, на которой можно было бы создавать ЦД для коммерческих акций. Это мешает финансовому сектору создавать инфраструктуру в зависимости от потребностей эмитента, инвестора и посредника. Подобное положение дел привело к закрытию коста-риканского ЦД CEVAL и не позволило образоваться ЦД в Гватемале.

Недавно Европейский Центральный Банк (ЕЦБ) выступил с инициативой создания системы Target 2 для Ценных Бумаг (T2S). Согласно этому плану ЕЦБ предлагает проводить расчеты по ценным бумагам на территории всей Еврозоны. Расчет по ценным бумагам будет совмещен с расчетом по наличным средствам (с помощью системы Target 2 – новой панъевропейской системы RTGS). Это позволит снять с европейских центральных депозитариев обязательства по проведению расчета. Очевидна значимость этого вопроса, включающего в себя множество технических моментов и имеющего политическую подоплеку. В независимости от этих политических мотивов это еще один пример, когда ЦБ пользуется своей главенствующей позицией с целью взятия под контроль деятельности, находящейся в ведении коммерческого сектора. Это особенно прискорбно, учитывая тот факт, что неофициальный курс действий ЕЦБ был направлен на выход европейских ЦБ из сферы депозитарной деятельности, и многие банки уже предприняли соответствующие действия, например, ЦБ Англии, Италии, Испании и Бельгии (в процессе). Теперь же ЕЦБ является кандидатом, претендующим на взятие под контроль

проведение тех операций, от которых ранее европейские ЦБ отказались по его же директиве.

#### *Причины выхода ЦБ из сферы депозитарной деятельности*

Если ЦБ вовлечен в процесс контроля инфраструктуры рынка, его представительство в органах управления или в капитале инфраструктурных организаций неизбежно приведет к конфликту интересов. Именно по этой причине ЦБ отошли от участия в сфере депозитарной деятельности.

Для того чтобы осуществлять наблюдение, ЦБ, безусловно, необходим доступ к информации, имеющейся в ЦД, но право такого доступа у него есть на основании выполняемой центральным банком роли в инфраструктуре, поэтому для получения подобных сведений ему не обязательно состоять в числе владельцев или управляющих. К тому же эту информацию ЦБ будет, по всей вероятности, использовать для контроля за деятельностью участников ЦД, а не для контроля за деятельностью самого ЦД. Таким образом, все, что необходимо, это тесные рабочие взаимоотношения с центральным банком.

С коммерческой точки зрения ЦБ нет смысла управлять своим собственным депозитарием, поскольку это вдвое увеличит расходы и приведет к дроблению ликвидности. Хранение государственных долговых обязательств в отдельном депозитарии затрудняет использование этих ценных бумаг в качестве обеспечения операций, проводимых в другом депозитарии (то есть проблематично использовать государственные долговые обязательства в качестве обеспечения для проведения расчета по обыкновенным акциям) и требует наличие моста (аналогичного тому, что существует между НДЦ и ДКК), что выливается в весьма существенные расходы для рынка.

В рамках НДЦ, который постепенно принимает все большее и большее участие в процессе проведения расчетов по обыкновенным акциям, роль ЦБ выглядит еще менее логично. Центральный Банк России был вынужден отказаться от долевого участия в НДЦ по причине конфликта интересов, но эта причина не единственная.

#### **3.1.4.7 Участие правительств различных стран в инфраструктуре**

В некоторых странах государство (правительство) ликвидировали свое участие в инфраструктуре:

- Норвегия продала VPS
- Словакия передала биржу и ЦД агентству по приватизации (в настоящее время актив еще не нашел покупателя)

Только в некоторых странах правительства по-прежнему остаются на рынке депозитарной деятельности:

- Россия (группа ММВБ и НДЦ)
- Польша (приватизация все еще не завершена)

Обратное явление можно наблюдать на Украине, где правительство собирается внедриться в инфраструктуру - решение может зависеть от состава кабинета министров.

Оживление в процессе приватизации в Польше связывают со сменой правительства. После этого единственной европейской страной, где рынок будет находиться под контролем государства, останется Россия.



### 3.1.4.8 Интересы различных заинтересованных групп в инфраструктуре рынка

Позиции различных заинтересованных сторон могут быть обобщенно представлены в следующей таблице, с учетом того, что любое учреждение может иметь множество интересов, то есть, например, быть одновременно и акционером, и пользователем и инвестором.

Категория заинтересованной стороны	Общее	Управление	Владение	Оценка/Доходы
<b>Акционеры инфраструктуры</b>	Ожидают дохода на акции в области, на которую могут влиять напрямую	Менее заинтересованы, за исключением случаев необходимости активизации роли. Важно качество менеджмента	Основной критерий. Защита миноритарных интересов может быть важной	Основной элемент
<b>Пользователи (брокеры/ профессиональные участники рынка ценных бумаг)</b>	Ожидают эффективного предоставления услуг и справедливого распределения расходов между участниками	Активный интерес по спектру вопросов от новых продуктов до общих вопросов и ценовой политики	Как способ достижения управленческих целей и получение дивидендов с предоставленных оборотов	Пассивный интерес за исключением случаев получения сверхдоходов за счет пользователей или неправильного инвестирования полученных доходов
<b>Пользователи (эмитенты)</b>	Объем ликвидности, доступ к разным категориям инвесторов, снижение цен на листинг	Нет прямого интереса	Нет прямого интереса	Нет прямого интереса
<b>Пользователи (инвесторы)</b>	Объем ликвидности, низкие транзакционные издержки, доступность, простые и надежные расчеты, низкие операционные риски	Нет прямого интереса	Нет прямого интереса	Нет прямого интереса
<b>- российские</b>	Плюс: доступ на зарубежные рынки			
<b>- зарубежные</b>	Плюс: качество и эффективность инфраструктуры, соответствующие лучшим международным практикам	Важно качество менеджмента	Важно для вопросов, связанных с кредитованием	Общая капитализация важна для вопросов, связанных с кредитованием
<b>Государство</b>	Эффективное функционирование рынков капитала и финансовой системы для поддержки экономики	Важно качество менеджмента	Ожидает экономические доходы от владения, а не финансовые	Нет прямого интереса
<b>Регулятор рынка ценных бумаг</b>	Основная цель: защита инвестор при помощи эффективной инфраструктуры с низкими рисками. Ключевой момент в привлекательности национального рынка	Конфликт интересов, важно качество менеджмента	Конфликт интересов с ролью в наблюдении	Верховный арбитр в вопросах стоимости услуг
<b>Центральный банк</b>	Инфраструктура имеет важное системное значение для функционирования финансовой системы, что позволяет ЦБ достигать цели, установленные законом	Важно качество менеджмента, надзорная роль при неисполнительных полномочиях	Конфликт интересов с надзорной ролью	Финансово устойчивая инфраструктура – важный элемент национальной финансовой системы
<b>Менеджмент</b>	Стабильность и возможности	Основная обязанность	Как часть мотивации	Основная обязанность и интерес (при связи между доходами и компенсациями)

### 3.1.4.9 Примеры Владения

В нижеприведенной таблице указана структура владения в ряде стран:

*Примеры ЦД*

Страна	ЦД	Владение
<b>Развитые рынки</b>		
Великобритания	CRESTCo	Принадлежит пользователям
Франция	Euroclear France	Принадлежит пользователям
Бельгия	Euroclear Belgium	Принадлежит пользователям
Бельгия	National Bank of Belgium	ЦБ
Нидерланды	Euroclear Netherlands	Принадлежит пользователям
Германия	Clearstream Banking Frankfurt	Находится в листинге
Австрия	OeKB	Принадлежит банкам
Норвегия	VPS	Находится в листинге
США	DTCC	Принадлежит пользователям
США	Federal Reserve	ЦБ
Канада	CDS	Принадлежит пользователям и бирже
Швейцария	SIS	Принадлежит банкам
Швеция	VPC	Принадлежит банкам
Италия	Monte Titoli	Принадлежит банкам и брокерам
Испания	IBERCLEAR	Находится в листинге
<b>Развивающиеся рынки</b>		
Бразилия	CBLC	Находится в листинге
Мексика	INDEVAL	Принадлежит банкам и брокерам
Индия	CDSL	Принадлежит бирже и банкам
Индия	NSDL	Принадлежит бирже и банкам
Индия	RBI	ЦБ
Китай	CSDCC	Государство
Венгрия	KELER	ЦБ и австрийский консорциум
Польша	KDPW	Государство и ЦБ
ЮАР	STRATE	Банки и биржа

В перечисленных структурах собственности приведены конечные владельцы ЦД. Например, центральный депозитарий Clearstream Banking Frankfurt принадлежит немецкой бирже Deutsche Borse, акции которой свободно обращаются на бирже. ЦД, выделенные синим цветом, входят в состав вертикальной биржевой группы, то есть принадлежат бирже.

Следует отметить принципиальное различие между правом собственности, принадлежащим правительству и правом собственности, принадлежащим ЦБ. Например, в Польше ЦД KDPW на 33% принадлежит бирже, на 33% - Министерству Финансов и на 33% - ЦБ. В данной ситуации Министерство Финансов и ЦБ, будучи собственниками ЦД, могут преследовать различные цели.

Примечания:

- Бразилия объединила биржу (BOVESPA) и ЦД (CBLC), включив их в группу холдинга, которая затем была приватизирована на основании первичного размещения акций (сейчас биржа BOVESPA располагает в ЦД CBLC только «Золотой Акцией»).
- Мексика: Центральный банк владеет 2.22% акций ЦД INDEVAL, в его активе 1 акция.
- Так же как и в России, в Индии действуют две конкурирующие биржевые группы (BSE и NSE), но вот ЦБ в этом не участвует – у него есть свой собственный депозитарий, и он не вмешивается в дела конкурирующих биржевых групп.
- Китай. Депозитарий находится в Пекине с филиалами в Шанхае и в Шеньчжене. Депозитарием совместно владеют две биржи, каждая из которых находится под контролем государства.
- Центральный Банк Венгрии планировал продать бирже 53% акций ЦД KELER бирже (которая сама принадлежит Австрийскому банковско-биржевому консорциуму), но затем передумал.
- Правительство Польши собиралось приватизировать инфраструктуру их рынка с помощью сочетания первичного размещения акций и размещения ценных бумаг среди стратегических партнеров, однако новое правительство отменило эту инициативу.

*Примеры бирж*

Страна	Биржи	Владение
<b>Развитые рынки</b>		
Великобритания	LSE	Принадлежит пользователям и частным лицам/Находится в листинге
Франция	Euronext	Находится в листинге
Бельгия	Euronext	Находится в листинге
Нидерланды	Euronext	Находится в листинге
Германия	Deutsche Borse	Находится в листинге
Австрия	VSE	Принадлежит на 50% банкам и на 50% эмитентам
Норвегия	Oslo Borse	Находится в листинге
США	NYSE	Находится в листинге
США	Nasdaq	Находится в листинге
Канада	TSX	Находится в листинге
Швейцария	SWX	В собственности Ассоциации из 54 членов
Швеция	Stockholm Borse	OMX – акции свободно обращаются на бирже (в рамках оферты)
Италия	Borse Italiana	Принадлежит Лондонской Фондовой Бирже
Испания	BME	Находится в листинге
<b>Развивающиеся рынки</b>		

Бразилия	BOVESPA	В собственности брокеров (на стадии приватизации)
Мексика	BMV	В собственности брокеров (на стадии приватизации)
Индия	BSE	В собственности брокеров
Индия	NSE	В собственности брокеров
Китай	Shanghai Stock Exchange	Государство
Венгрия	BSE	Австрийский консорциум
Польша	WSE	В основном, принадлежит государству
ЮАР	JSE	В собственности брокеров

Участие ЦБ в сфере биржи еще менее значительное, поскольку государственные долговые обязательства, в основном, торгуются на внебиржевом рынке или через электронные торговые системы (EuroMTS или eSpeed). При малом объеме торгов на бирже участие ЦБ в структуре собственности биржи не оправдано.

### 3.1.4.9 Примеры Управления

В немалой степени структура управления отражает структуру владения. Некоторые ЦД и биржи практикуют назначение независимых членов правления, но обычно их меньшинство.

#### *Примеры ЦД*

Страна	ЦД	Управление
<b>Развитые рынки</b>		
Великобритания	CRESTCo	Преимущественно пользователи
Франция	Euroclear France	Преимущественно пользователи
Бельгия	Euroclear Belgium	Преимущественно пользователи
Бельгия	National Bank of Belgium	Директора, назначаемые королем
Нидерланды	Euroclear Netherlands	Преимущественно пользователи
Германия	Clearstream Banking Frankfurt	Лица, назначенные Deutsche Borse
Австрия	OeKB	Преимущественно пользователи
Норвегия	VPS	Биржа и пользователи
США	DTCC	Пользователи
США	Federal Reserve	Представители банков и правительства
Канада	CDS	Пользователи
Швейцария	SIS	Пользователи
Швеция	VPC	Акционеры и сотрудники
Италия	Monte Titoli	Директора, выбираемые акционерами

Испания	IBERCLEAR	Директора, выбираемые акционерами
<b>Развивающиеся рынки</b>		
Бразилия	CBLC	Пользователи и представители биржи
Мексика	INDEVAL	Директора, выбираемые акционерами
Индия	CDSL	Директора, выбираемые акционерами
Индия	NSDL	Штатные директора
Индия	RBI	Сотрудники и независимые директора
Китай	SDC	Директора, избираемые из числа сотрудников и представителей биржи
Венгрия	KELER	Независимый председатель, директора, избираемые из числа сотрудников и пользователи
Польша	KDPW	Пользователи и владельцы
ЮАР	STRATE	Пользователи и представители биржи

Примечание:

- Развитые рынки характеризуются отсутствием представителей ЦБ в правлении ЦД (за исключением самих ЦБ, да и там директора, как правило, выбираются из представителей отрасли, а не из правительства).
- Мексика: 30% директоров должны быть независимыми. ЦБ, как правило, имеет одного представителя в правлении.
- Индия: в Резервном Банке есть только один директор из правительства.
- Китай: Совет Директоров назначается регулятором CSRC. Совет состоит из должностных лиц с фондовой биржи и руководящих работников SDC.
- Венгрия: представитель регулятора присутствует на заседаниях совета директоров, но не имеет права голоса.
- Южно-Африканская республика: регулятор имеет в правлении статус наблюдателя.

*Примеры биржи*

Страна	Биржи	Управление
<b>Развитые рынки</b>		
Великобритания	LSE	В основном, независимое
Франция	Euronext	Независимый наблюдательный совет плюс управляющий совет из руководящих работников
Бельгия	Euronext	
Нидерланды	Euronext	
Германия	Deutsche Borse	Полунезависимый наблюдательный совет, включающий представителей сотрудников

		и исполнительный совет
Австрия	VSE	Полунезависимый наблюдательный совет, включающий представителей сотрудников
Норвегия	Oslo Borse	Полунезависимый наблюдательный совет, включающий представителей сотрудников
США	NYSE	Независимый совет
США	Nasdaq	Полунезависимый совет
Канада	TSX	Независимые и исполнительные директора
Швейцария	SWX	Управляется пользователями
Швеция	Stockholm Borse	Управляется OMX (в рамках оферты)
Италия	Borse Italiana	Сочетание директоров Лондонской Фондовой Биржи и VI (управляется пользователями)
Испания	BME	Управляется пользователями
<b>Развивающиеся рынки</b>		
Бразилия	BOVESPA	Управляется пользователями при содействии нескольких ответственных работников руководящего звена
Мексика	BMV	Полунезависимый совет
Индия	BSE	Полунезависимый совет
Индия	NSE	Независимое плюс два ответственных работника руководящего звена
Китай	Shanghai Stock Exchange	Нет информации, принадлежит государству
Венгрия	BSE	Наблюдательный совет и исполнительный совет из числа пользователей
Польша	WSE	Небольшой управляющий совет и большой наблюдательный совет
ЮАР	JSE	Полунезависимый совет

- Полунезависимое - это когда некоторые члены совета по-настоящему независимы – т.е. они не являются представителями пользователей биржи. Другие члены совета являются представителями пользователей.
- Исполнительные директора – это директора, которых нанимает компания.

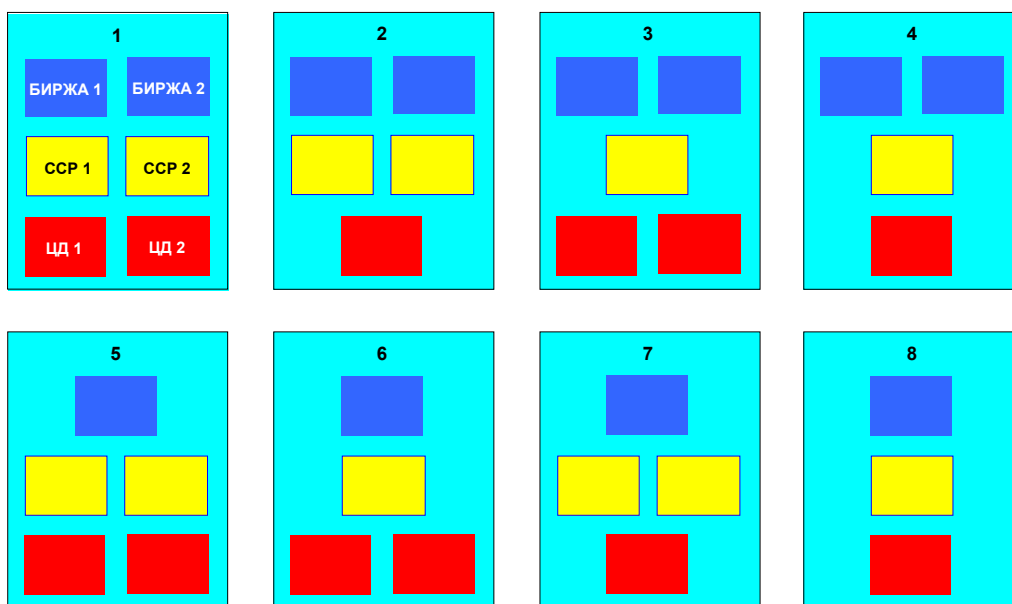
Шведская биржа Stockholm Borse принадлежит OMX, которая управляется исполнительными директорами.

В вышеуказанном списке нет бирж, контролируемых государством. Даже в Польше есть большой наблюдательный совет, который сильно ослабляет любое влияние со стороны

правительства. Большинство бирж управляются либо независимыми директорами, либо директорами, выбираемыми из владельцев (как правило, пользователей).

### 3.2 Стратегические варианты

В отношении компонентов инфраструктуры – биржи, ССР и ЦД, существует определенное количество возможных перестановок и комбинаций, как показано ниже:



Все эти схемы содержат ССР, но есть возможность управления и без ССР, как это происходит сейчас на рынках наличных средств в России. Варианты перестановок без ССР здесь не рассматриваются, поскольку цель - ввести ССР и для обыкновенных акций и для облигаций как на РТС, так и в группе ММВБ.

Сценарий 1 представляет текущее состояние при полном использовании ССР. Сценарий 8 представляет наиболее эффективную комбинацию и цель обыкновенных акций для Идеальной Модели. Сценарий 8 предполагает несколько возможных вариантов развития, в зависимости от того, где начинается консолидация:

Консолидация бирж

1	5	6	8
1	5	7	8

Консолидация ССР

1	3	6	8
1	3	4	8

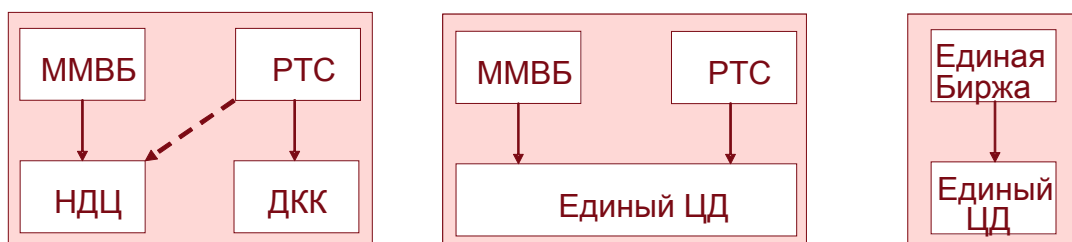
Консолидация ЦД

1	2	4	8
1	2	7	8

Выбранный вариант будет испытывать на себе влияние политического и конкурентного характера. В следующем сценарии (без ССР) РТС хочет получить доступ к расчетной платформе ММВБ НДС, но это не приемлемо для ММВБ. Создание единого ЦД в сущности даст РТС доступ к расчетной платформе ММВБ НДС. Таким образом, консолидация ЦД как отдельный шаг не приемлем для ММВБ. Этот спорный момент

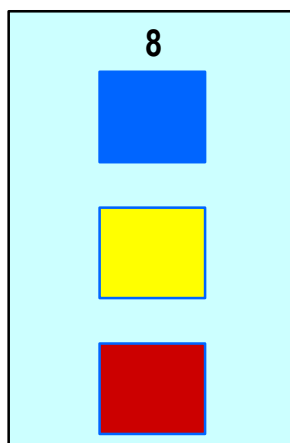


можно разрешить, если консолидацию ЦД провести одновременно с консолидацией бирж – смотри ниже.



Сценарии для рассмотрения включают:

### 3.2.1 Одна биржа, один ЦД и один ССР



Лучшим вариантом для обыкновенных акций является прямолинейная вертикаль биржевых групп. Это внутренний бизнес, обслуживающий международные денежные потоки. Хотя российские ценные бумаги будут торговаться, в том числе, и за рубежом, на панъевропейской МТФ, прогнозы свидетельствуют о том, что самые лучшие возможности по исполнению и самые привлекательные открытия цен ждут игроков на отечественном рынке. МТФ, как периферийные платформы, будут использоваться для арбитража и встречных сделок.

Для обеспечения центральной роли Москвы в плане открытия цен и лучшего исполнения необходимо избежать дробления ликвидности среди разных бирж. Наилучшим вариантом является единая биржа для обыкновенных акций. Одной из причин, по которой директива Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» внедряет МТФ, это стремление сделать темные центры ликвидности более прозрачными, даже ценою раздробленной ликвидности. Вопрос принимает еще большее значение, если в уравнение добавить ликвидность фьючерсов и опционов. Ситуация, когда опционы обыкновенных акций торгуются на одной бирже, в то время, как исходные сделки проходят на другой бирже, существенно осложняет задачу опытных игроков на рынке по определению стратегий и динамическому хеджированию их операций. Торги биржевыми деривативами должны следовать за исходной биржей; отдельной биржи деривативов быть не должно. Это одна из причин, по которой NYSE и NASDAQ (а также Лондонская Фондовая Биржа) придают большое значение приобретению бирж, имеющих возможность работы с деривативами.

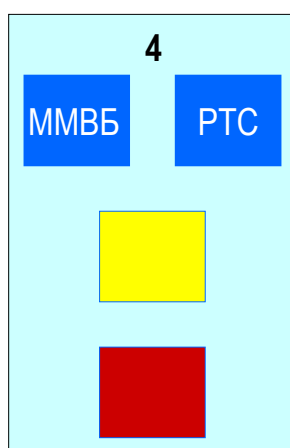
При наличии одной биржи отпадает необходимость в двух (или более) ЦД. На рынке обыкновенных акций больше не будет никакой специализации, и не будет необходимости в конкурирующих ЦД. В ситуации свободного рынка одна биржа купит оба ЦД и проведет их консолидацию во избежание удвоенных операционных затрат. Возможно,

придется принимать непростые решения относительно того, какой из ЦД был лучшим из двух, и, следовательно, вокруг какого из них следует проводить консолидацию. Это проблема руководства и решаться она должна управляющими ЦД. Учитывая то, что ЦД выступает в качестве механизма минимизации риска, он не должен вступать в ценовую войну с конкурирующим ЦД. Снижение профиля риска/уровня затрат достигается путем консолидации, а не конкуренции.

В среде с одной биржей и одним ЦД нет места для двух ССР. Деривативы, торгуемые на бирже, должны проходить через ССР, в то время как для операций за наличный расчет этот путь опционален.

В отношении обыкновенных акций оптимальным решением является единая организация вертикальной биржевой группы.

### 3.2.2 Две (или более) биржи, один ЦД и один ССР



Оптимальная модель, состоящая из одной биржи, одного ССР и одного ЦД, не рекомендуется, поскольку российскому рынку понадобятся продукты с фиксированным доходом и деривативы, которые лучше всего обслуживаются с помощью альтернативных платформ. Мы исходим из предположения, что России понадобится связь или объединение с глобальной платформой продуктов с фиксированным доходом (как, например, MTF) и также связь с глобальной платформой внебиржевых деривативов (как, например, CME Swapstream). Для достижения этого необходимо держать эти продукты отдельно от платформы основной биржи, обслуживающей основной рынок.

Возможным решением может быть:

- Биржа обыкновенных акций (с деривативами)
- Биржа продуктов с фиксированным доходом
- Биржа внебиржевых деривативов

Учитывая тесные связи между платформой продуктов с фиксированным доходом и любой новой платформой внебиржевых деривативов (на которой, скорее всего, будут доминировать своп с фиксированным доходом и дефолтные инструменты), право собственности и управление платформами продуктов с фиксированным доходом и внебиржевыми деривативами могут сильно походить друг на друга.

Идеальным решением было бы:

- Биржа обыкновенных акций (с деривативами)

- Биржа продуктов с фиксированным доходом (с деривативами)

Если предполагалось, что в будущем MTS будет располагать возможностью обработки внебиржевых деривативов, не будет необходимости в связи типа CME Swapstream, и будут только две биржи – биржа обыкновенных акций с деривативами и биржа продуктов с фиксированным доходом с деривативами. Необходимо внимательно следить за развитием в рамках механической торговой системой.

Как уже упоминалось, России необходимо реструктуризировать свою инфраструктуру для создания сильной позиции. Оптимальный путь – это провести слияние ММВБ, Фондовой Биржи ММВБ и РТС на начальном этапе. Это создаст хорошую биржевую базу для последующих переговоров с компаниями, подобными MTS или CME Swapstream. После этого можно обсуждать условия проникновения механической торговой системы на российский рынок. Далее Россия может перевести на эту платформу область государственных долговых обязательств, оставляя корпоративные долговые обязательства на единственной российской платформе (для удобства называемая Биржа Москва – смотри нижеприведенную схему – хотя использование этой торговой марки может быть и невозможно).

Сильная биржа, способная вести переговоры с глобальными партнерами, потребует четкого управления; единственного голоса. Российская сторона будет вести переговоры с организациями, принадлежащими и управляющимися пользователями. Если эта модель будет совпадать с моделью собственности и структурой управления, действующими в России, достичь компромисса будет проще. Опять же мы говорим о минимальной степени участия государства и ЦБ в консолидированной российской бирже. Если участие государства сохранится, вести переговоры о линейке продукта на рынке государственных облигаций будет намного сложнее.

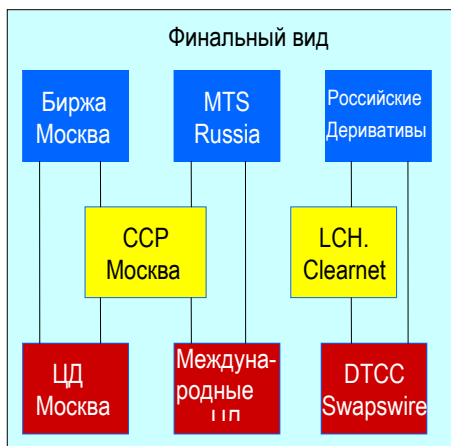
Товарные деривативы уже существуют на РТС, и линейка этого продукта должна строиться вне Биржи Москва.

После этого понадобится доступ к платформе внебиржевых деривативов, в основном, для продуктов с фиксированным доходом. Предполагается, что к этому времени на рынке уже будет некоторое количество глобальных решений с глубокой ликвидностью и представительным набором международных поставщиков, которые будут предлагать комплексные продукты. На этом этапе попытки российской стороны восстановить эту функциональность будут скорее всего бессмысленны - едва ли можно будет добиться результатов мирового уровня. Поэтому предполагается, что Россия будет обсуждать свой выход на подходящую платформу, в этом примере - CME Swapstream или на функцию внебиржевых деривативов, если такая будет к тому моменту существовать на MTS.

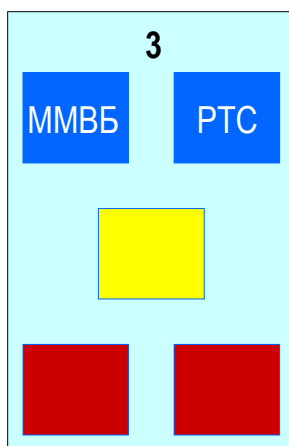
В то время как возможно существование множества бирж, нет требования для множества ССР и ЦД. Продукты с фиксированным доходом для иностранных инвесторов, скорее всего, будут рассчитываться через международные центральные депозитарии Euroclear и Clearstream – глобальный бизнес с высокой концентрацией ликвидности и обеспечения. Отечественный бизнес с фиксированным доходом может проводить расчетные операции в российском ЦД, так как требования об отдельном ЦД для этого не существует.

При использовании ССР для операций с фиксированным доходом имеет смысл использовать отечественного ССР с взаимосвязью с международными центральными депозитариями. Альтернативой будет маршрутизация этих сделок с биржи продуктов с фиксированным доходом на консолидирующий ССР, например, клиринговую палату

LCH.Clearnet. Нет необходимости в создании отдельного CCP для бизнеса с фиксированным доходом. Если CCP используется для операций с внебиржевыми деривативами, то это может быть клиринговая палата LCH.Clearnet или, возможно, международный депозитарно-клиринговый центр Euroclear, если он построит свою платформу DerivManager. Функциональность поддержки CCP внебиржевых деривативов является комплексной и оптимальным решением будет связь с существующим CCP, а не дублирование функциональности. Итоговый результат может иметь следующий вид:



### 3.2.3 Две (или более) биржи, два (или более) ЦД и один CCP



Модель с двумя биржами и двумя ЦД сохраняет статус-кво. Возможно наличие конкурирующих вертикалей биржевых групп, как мы имеем на сегодняшний день, со всеми вытекающими сложностями.

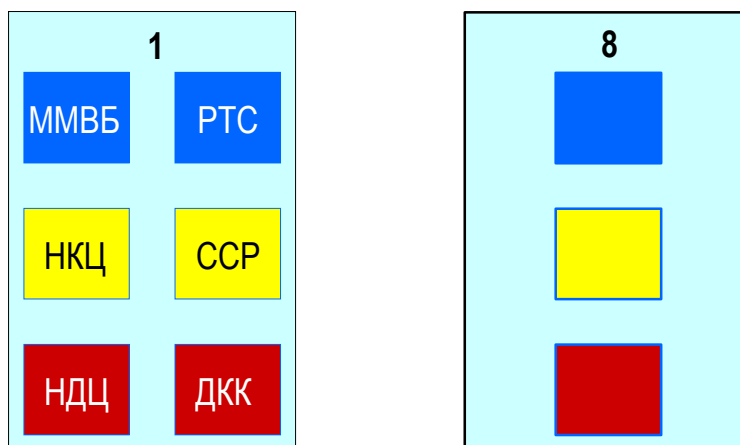
Подходящим вариантом организации для подобной модели была бы одна биржа, целиком ориентированная на обыкновенные акции, со своим собственным ЦД для обыкновенных акций, пользующаяся услугами CCP совместно с другой биржей, полностью ориентированной на продукты с фиксированным доходом, со своим собственным ЦД для продуктов с фиксированным доходом. Сегодня, однако, ситуация выглядит по-другому, поскольку почти все обыкновенные акции и бумаги с фиксированным доходом сконцентрированы на Фондовой Бирже ММВБ, а деривативы на РТС.

Продукты с фиксированным доходом, с которыми на торги выходят внутренние инвесторы, могли бы храниться в одном ЦД. Необходимости создавать для этого отдельный ЦД нет, поскольку он не может быть коммерчески жизнеспособным, особенно,

если иностранные инвесторы будут иметь возможность хранить свои активы в международных центральных депозитариях

### 3.2.4 Горизонтальная биржевая группа против вертикальной

Сценарий 8 не представляет собой ни вертикальную, ни горизонтальную биржевую группу. В нем только отражены рационализация и консолидация компонентов.



Переход от сценария 1 к сценарию 8 представляет собой горизонтальную консолидацию – на внутреннем уровне, но это еще не создание горизонтальной структуры. Надлежащая горизонтальная группа создается только тогда, когда консолидация имеет трансграничный характер и имеется структура холдинговой компании, которая в силу правовых причин уникальна для каждой отдельно взятой страны. В этой связи горизонтальная структура не соответствует инфраструктуре российского рынка.

Сценарий 8 представляет собой вертикальную структуру только при условии совместного владения. А это может быть совсем не так; биржей могут владеть одни люди, а ЦД и ССР другие.

Среди преимуществ вертикальной структуры следует отметить:

- Обеспечение координации по всей цепочке приращения стоимости
- Защита – крупный комбинированный холдинг труднее поглотить, с повышенной прибылью на акцию
- Экономическая эффективность – предотвращает дублирование не согласованных направлений развития
- Прибыльность – сочетание деривативов с исходным продуктом стимулирует спрос
- Допускает перекрестное субсидирование продуктов (хотя это не разрешено Европейским Кодексом Поведения).

К недостаткам вертикальной структуры относятся:

- Потенциально низкая конкурентоспособность.
- Монополистические настроения должны находиться под контролем (при помощи управления и, возможно, регулирования)
- Невозможность отражения интересов всех пользователей в структуре собственности (например, если право собственности принадлежит брокеру/дилеру, могут возникнуть противоречия с требованиями кастодианов)

- Ограничения для будущих стратегических трансграничных образований (например, горизонтальная биржевая консолидация потребует расформирования вертикальной группы).

Вертикальная биржевая группа имеет несомненные преимущества, особенно на стадии развития инфраструктуры страны. После завершения процесса становления инфраструктуры может иметь смысл расформировать вертикальную группу и заняться трансграничной горизонтальной консолидацией, но данная опция не должна рассматриваться с позиции слабости.

### **3.2.5 Общие предположения**

На основании вышеизложенного были составлены следующие предположения-модели для проверки рынком на предмет жизнеспособности:

- (a) Три биржи
- (b) Несколько МТФ
- (c) Единый ССР
- (d) Единый, полностью интегрированный платежный механизм, интегрированный в мировую валютнообменную систему CLS.
- (e) Единый ЦД, действующий в качестве центрального регистратора
- (f) Связь с квитовочными системами третьей стороны

В настоящей Модели мы не принимали в расчет возможности участия в региональной или даже глобальной консолидации, которые почти наверняка будут у России. Поскольку подобный результат носит исключительно случайный характер, его трудно точно предугадать. В то же время, данная Модель не должна и исключать подобную возможность – России необходима открытая, гибкая архитектура, которая позволит принять участие в процессе консолидации на выгодных для экономики страны условиях.

#### **(a) Три биржи**

Итоговая цель состоит в создании трех бирж, представляющих три основные группы продуктов – обыкновенные акции, государственные долговые обязательства и деривативы.

Первым же шагом должно все же стать создание единой отечественной биржи на основании группы ММВБ и группы РТС. Обыкновенные акции и их деривативы должны обращаться на одной бирже; хотя для различных продуктов возможны различные критерии участия, поскольку некоторые участники могут предпочесть торговать только деривативами или только наличными средствами, но системы, по возможности, должны быть интегрированными, чтобы участники торгов могли одновременно проводить операции и с деривативами, и с исходным активом на основании цен опциона, смоделированных по образцу рынка наличных средств в режиме реального времени. И спреды и стратегии могут основываться на единой модели и ценах в режиме реального времени. Залогом успеха в биржевом секторе деривативов является обеспечение превосходной разработки продукта. Деривативы разрабатываются биржей (в сочетании с рынком). Данный сегмент значительно отличается от биржи рынка наличных средств, который только проводит котировку ценных бумаг эмитента; здесь нет разработки продукта, только разработка технологии. Это одна из причин, по которым биржи деривативов не должны конкурировать из-за продуктов, поскольку этим они будут подвергать участников торгов чрезмерному риску.

Необходимо срочно построить товарный рынок, в настоящее время российские рынки капитала слабо связаны с экономикой страны. Построение товарного рынка потребует времени, поскольку отсутствует инфраструктура наличного рынка. Поскольку деривативы встраиваются в сегмент обыкновенных акций, товарный сектор должен быть добавлен в качестве отдельной категории продуктов сразу после этого. Необходимости в отдельной товарной бирже нет; товарный сегмент может быть частью биржи обыкновенных акций. (MTS не проявит интереса к покупке биржи с товарным сегментом).

Небольшие региональные биржи в России должны либо постепенно прекратить свою деятельность, либо (в случае их действительной ценности) влиться в общий рынок. Региональные биржи в Индии были изолированы регулятором SEBI, который не позволил NSE<sup>4</sup> связаться с региональными биржами в целях конкуренции с BSE<sup>5</sup>. SEBI также вынудил основные биржи демючализироваться.

В настоящее время Фондовая Биржа ММВБ лидирует на наличном рынке как в отношении обыкновенных акций, так и в отношении продуктов с фиксированным доходом, в то время как РТС контролирует рынок деривативов обыкновенных акций. Таким образом, не имеет смысла делить линейку продукта обыкновенных акций, а ММВБ не захочет расставаться со своей франшизой продуктов с фиксированным доходом при условии своей конкуренции с РТС, когда на самом деле это рынок должен перейти к MTS Russia. Правильное позиционирование не может быть достигнуто без консолидации двух бирж. ММВБ не собирается уступать MTS Russia рынок государственных долговых обязательств, равно как не собирается уступать РТС наличный рынок обыкновенных акций. В свою очередь РТС не собирается уступать ММВБ свою франшизу деривативов обыкновенных акций. Конкурентное позиционирование заведет дело в тупик, поэтому либо выход из создавшегося положения будет заключаться в прямой конкуренции (с победой в итоге одного из соперников), либо подобная, далекая от оптимальной модель будет разрушать все стратегическое позиционирование России.

#### *Биржи продуктов с фиксированным доходом*

Причины необходимости существования отдельного рынка продуктов с фиксированным доходом отличаются разносторонностью:

В итоге эта биржа должна взаимодействовать с или стать частью группы MTS. Это стало одним из важнейших активов Borsa Italiana, которая недавно перешла в собственность Лондонской Фондовой Биржи.

Рынки наличных средств с фиксированным доходом будут тесно взаимосвязаны с рынком/биржей внебиржевых деривативов на промежуточной стадии

Идея состоит в том, чтобы создать отдельный рынок продуктов с фиксированным доходом путем приглашения в Россию группы MTS. Таким образом, изначально рынок государственных долговых обязательств будет представлять собой часть слившейся единой биржи в России, затем, по мере выбора подходящего глобального партнера, рынок государственных долговых обязательств будет отделен.

---

<sup>4</sup>ГФБ: Государственная Фондовая Биржа. Одна из двух крупнейших биржевых групп в Индии

<sup>5</sup>БФБ: Бомбейская Фондовая Биржа. Одна из двух крупнейших биржевых групп в Индии

Отдельная биржа продуктов с фиксированным доходом, особенно в отношении государственных облигаций, отражает общемировую тенденцию, когда биржи обыкновенных акций функционируют отдельно от бирж, специализирующихся на государственных долговых обязательствах (что нередко лишь только внебиржевой рынок). Функциональность этих двух организаций довольно сильно отличается друг от друга; поставить их обеих на одну платформу – значит уничтожить существующую ныне латентность – алгоритмические торги способствуют продвижению бирж обыкновенных акций, но не бирж продуктов с фиксированным доходом. Правила участия в этих двух биржах часто разнятся (первоначальные дилеры являются членами биржи продуктов с фиксированным доходом, брокер/дилеры частного клиента являются участниками биржи обыкновенных акций), равно как и критерии ликвидности, правила и управление.

Процесс консолидации бирж в настоящее время стимулируется сферой обыкновенных акций. В будущем мы ожидаем, что тот же мотив приведет к консолидации созданных бирж продуктов с фиксированным доходом. ICAP<sup>6</sup>, ныне внебиржевой рынок, некоторое время проявлял заинтересованность в приобретении биржи. Остается пока неизвестным, решаться ли они на приобретение биржи обыкновенных акций, либо биржи продуктов с фиксированным доходом.

Время торгов деривативами по государственным долговым обязательствам может прийти позже, поскольку прогнозируется дефицит государственного бюджета.

## MTS Russia

Рынок продуктов с фиксированным доходом на момент перехода на электронную систему торгов отставал от рынка обыкновенных акций на несколько лет. Первым электронным торговым механизмом для облигаций была MTS в Италии. Постепенно это стало панъевропейским решением, поскольку оно имело в листинге контрольные облигации из других стран и приобретало/образовывало совместные предприятия с появляющимися биржами продуктов с фиксированным доходом по всей Европе. MTS сейчас является главным центром ликвидности для продуктов с фиксированным доходом. Российская сторона не может не принимать это в расчет. Россия может сотрудничать с MTS или конкурировать. Страны, пытавшиеся конкурировать с MTS, потерпели неудачу. Из этого необходимо сделать тот вывод, что России необходимо совместное с MTS предприятие для привлечения основных игроков на европейском рынке государственных облигаций (первичных дилеров и самых значимых рыночных игроков). Идея заключается в том, чтобы сектор государственных долговых обязательств на Бирже Москва<sup>7</sup> превратился в отдельный правовой механизм MTS Russia с совместными владельцами – Биржей Москва и группой MTS. Похоже, альтернативы перенять глобальную стратегию с помощью электронной системы по примеру американской торговой системы государственных долговых обязательств Cantor Fitzgerald нет; электронная система имеет совместное предприятие с крупнейшей канадской платформой государственных облигаций IDB (Freedom), но лишь небольшой след где-то еще. MTS Russia будет первым шагом России на пути глобализации бирж.

## *Биржа внебиржевых деривативов*

Это будет третья биржа.

---

<sup>6</sup> ICAP: один из крупнейших междилерских брокеров, поглотивший BrokerTec; конкурент MTS.

<sup>7</sup> Биржа Москва – торговая марка (если не официальное название) слившихся ММВБ/ПТС



Внебиржевые деривативы еще не представляют собой биржевого рынка. Во временных рамках Идеальной модели продукты, в настоящее время торгуемые на внебиржевом рынке, станут заурядными финансовыми инструментами и будут торговаться на бирже везде, где это возможно. Говоря с позиции взаимодействия с механической торговой системой, Россия должна стремиться к объединению глобальных развивающихся бирж в этом направлении. Можно учредить свою собственную биржу внебиржевых деривативов, но с планами по ее дальнейшей консолидации.

Дефолтные свопы будут частью биржи внебиржевых деривативов, так же как и другие структурированные продукты.

Крупнейшие биржи деривативов уже перемещаются во внебиржевое пространство; наглядный пример – приобретение компанией CME компании Swapstream. Построение этой линейки продуктов невозможно без участия брокеров/дилеров. Глобальные брокеры/дилеры должны чувствовать себя достаточно комфортно в плане законодательной и регулятивной баз в России, для экспорта интеллектуального капитала в Москву с последующим ведением подобных операций. Российской стороне придется немало потрудиться, чтобы убедить иностранных партнеров в наличии в стране интереса к подобным инициативам. Переориентация рынка продуктов с фиксированным доходом на MTS на этой стадии будет представлять собой четкий импульс и значительно укрепит перспективы России на создание совместного предприятия с основательным партнером в плане линейки продуктов внебиржевых деривативов.

Возможно, во временных рамках Идеальной модели MTS может инициировать появления своего собственного решения по внебиржевым деривативам. В то же время решение может поступить от ICAP, который уже располагает возможностью работы с биржевыми деривативами через BrokerTec.

Решающее значение для внебиржевых деривативов будут играть связи с расчетными организациями. Их функциональность к тому времени должна быть намного более четкой, и мы ожидаем, что большая его часть будет встроена в операции сервисного типа, как, например, DTCC.

У нас будут:

Биржа обыкновенных акций, с товарным сектором и сектором деривативов  
обыкновенных акций

MTS Russia (биржа продуктов с фиксированным доходом)

Биржа внебиржевых деривативов (для продуктов с фиксированным доходом).

С целью объединения всех доводов в разделе ниже приведены все аргументы за и против конкуренции отечественных бирж. MTS Russia и биржа внебиржевых деривативов в расчет не принимались:

Преимущества конкурирующей модели отечественной биржи

- Снимает угрозу монополизации
- Стимулирует снижение стоимости обслуживания
- Более непосредственно отражает интересы различных владельцев
- Создает противовес господству государства на рынках капитала (если бы обе конкурирующие биржевые группировки в России принадлежали брокеру/дилеру, их слияние произошло бы очень давно)

- Обеспечивает соответствие бирж потребностям эмитентов и посредников

#### Недостатки конкурирующей модели отечественной биржи

- Препятствует притоку инвестиций из частного сектора, поскольку частные инвесторы опасаются негативного влияния вмешательства государства на их интересы.
- Единственным преимуществом конкурентного подхода в рамках одной линейки продукта является более низкая стоимость обслуживания, в то время как все остальные аспекты (ликвидность, прозрачность, эффективность) от конкуренции страдают. Что же касается снижения стоимости обслуживания, то ее можно с таким же успехом достичь при помощи общего снижения стоимости, являющегося следствием консолидации.
- Удвоение расходов и капиталовложений на уровне инфраструктуры, особенно если эта дихотомия отражена на протяжении всей цепочки создания ценности с удвоением усилий ССР и ЦД.
- Удвоение операционных затрат для участников, которым потребуется двойное участие и связи с различными платформами и т.д.
- Позволяет иностранным конкурентам действовать по принципу – разделяй и властвуй
- Как только биржа берет за основу коммерческую модель (возможно, после перехода от формы взаимной компании к какой-то другой форме) необходимость получения дополнительного дохода вызывает снижение стандартов в плане требований к листингу
- Ослабевает связь биржи с эмитентом. Как правило, эмитент выбирает биржу, на которой он хочет обращаться, и платит за обслуживание выбранной бирже. Подобный механизм не работает, если эмитент платит за листинг на РТС, а все торги проходят на ММВБ.
- Усилия российских бирж, которые они прилагали для конкуренции друг с другом за вторичный рынок, нанесли ущерб рынку первичному. Эта конкуренция привела к тому, что Россия потеряла существенную долю в этом бизнесе, поскольку первичный рынок ушел за границу.
- Соревнования за брокеров/дилеров приводит к снижению минимальных требований по капиталу со всеми вытекающими рисками.
- России потребуется инфраструктурная «валюта» для дальнейшего участия в слияниях и поглощениях. Ценность валюты снизится, если она будет разделена между конкурирующими биржами.

#### Преимущества консолидированной модели отечественной биржи

- Аккумулирует ликвидность и, следовательно, создает открытие лучшей цены. Становится магнитом для ликвидности и выводит систему из равновесия, привлекая на биржу нынешний внебиржевой сектор. Снижение стоимости привлечения капитала на 5 базисных пунктов будет иметь существенное экономическое преимущество
- Предлагает торговые преимущества – например, единая платформа для исходного наличного рынка против рынка деривативов
- Функциональная конвергенция (между продуктами наличных средств, биржевых и внебиржевых деривативов) упрощают консолидацию
- Для конкуренции на международной арене России нужна единая вертикальная биржевая группа, которая будет способствовать определению курса России. Единая сильная биржа может более успешно вести переговоры с глобальными партнерами (группой MTS) или конкурировать с MTF, которые включают в листинг российские ценные бумаги за рубежом.

- Единая биржа - это лучшее в ценностном плане предложение для иностранных инвесторов в России. Иностранным инвесторам нужен прямой доступ на рынок, а не множество бирж.
- Наличие единой биржи будет явным указателем для иностранных инвестиционных банков, что инфраструктурная среда готова для инвестирования. Они могут более эффективно внедрять свои алгоритмические технологии продаж.
- Создает сильную структуру, способную быть региональным лидером, возглавляющим экономическую интеграцию рынков капитала.
- Экономически прибыльная, особенно в отраслях с высокими технологическими затратами. Биржевые платформы с низкой латентностью дороги.
- Требуется консолидация капитала для построения необходимой России современной инфраструктуры – рынок первоначального размещения акций, товарный рынок, рынок деривативов, рынок заимствования и передачи в заём капитала. Ценовая конкуренция подрывает капитал и отнюдь не способствует увеличению капиталовложений. Маленькая биржа не в состоянии охватить такие крупные проекты, в то время как государственная биржа не в состоянии их быстро профинансировать.
- Единый свод правил. Прост для понимания клиентов и для контроля регулятора.
- Необходимость единой лицензии. Проста для выпуска регулятором.
- Проще вносить изменения в законы о рынке капитала при отсутствии конфликта интересов.
- Консолидация инфраструктуры на выходе (ССР и ЦД) на много проще в условиях консолидированных бирж
- Консолидация бирж позволит рационализировать состав участников – хорошая возможность избавиться от мелких брокеров и дилеров.
- Биржи скоро будут конкурировать с развивающимися МТФ (в России и за рубежом). ММВБ и РТС не способны конкурировать друг с другом, а впоследствии и с МТФ. Скоро конкуренция в биржевой среде получит еще одно измерение
- Рынки работают более эффективно там, где сделки «заперты». Для биржи проще направить сквитованную операцию напрямую в инфраструктуру на выходе, чем передавать сделки брокеру для повторного ввода для квитовки в ЦД. ММВБ не передает «запертые» сделки в ДКК, а РТС не передает запертые сделки в НДЦ. Это неэффективно.

#### Недостатки консолидированной модели отечественной биржи

- Приводит к конфликту интересов между владельцами (стремящихся к максимальной прибыли) и пользователями (стремящихся к минимизации доходов)
- Расходы, связанные с интеграцией
- Делает систему менее гибкой, поскольку отдельной бирже проще слиться с иностранными операциями

Честно говоря, вопрос конкуренции/консолидации не соотносится со структурой собственности. Конкуренция может быть между различными брокерами/дилерами как, например, в Индии. Это не должна быть конкуренция между государственной биржевой группой и частной биржевой группой.

#### **(b) Несколько МТФ**

Функции Многосторонних Торговых Систем во многом напоминают функции бирж, но без требований листинга. Ключевое отличие – это участие биржи в листинге – на бирже торгуются только включенные в листинг товары даже несмотря на то, что (как сейчас

чаще бывает) полномочия в сфере листинга закреплены за регулятором. Только биржа оперирует на первичном рынке. Что же касается MTF, то эти системы оперируют только на вторичных рынках или рынках без листинга.

MTF появились не вчера, но на рынке они фигурировали под разными обличиями. Часто они конкурируют с традиционными биржами из-за ликвидности.

Первоначальная стадия не подразумевает наличия каких-либо MTF, поскольку целью является строительство сильной биржи. В ситуации, когда у нас есть одна биржа, которая злоупотребляет своей монополистской позицией, внедрение MTF может вполне стать механизмом контроля. Впоследствии специальный продукт MTF станет действенным механизмом для быстрого выведения на рынок новых продуктов. Это может привлечь совместные предприятия с других рынков.

### **(с) Единый ССР**

Так же как и в ситуации с биржами и ЦД есть конкуренция между двумя биржевыми группами на уровне ССР. Это еще более бессмысленно, учитывая стоимость создания ССР. В случае России полноценный ССР для проектных объемов и потока деривативов потребует существенных капиталовложений, страхового и дефолтного фондов. Все это недешево, поэтому нет смысла дублировать эти структуры. В данном плане предпочтительной является модель с одним ССР.

### **(d) Единый полностью интегрированный платежный механизм, встроенный в систему CLS**

Мы предполагаем консолидацию вокруг системы RTGS, доступной единому ЦД, действующему по интегрированной модели ЦБ. После снятия всех ограничений и существенного увеличения потока средств, приходящих из-за границы и уходящих за границу Россия получит приемлемый рынок иностранной валюты, который должен быть связан с мировой валютнообменной системой CLS. Это еще один пример выхода России на глобальные рынки.

### **(е) Единый ЦД, выступающий в качестве центрального регистратора**

При наличии одного ЦД он может действовать в качестве центрального регистратора, и это будет рассматриваться в качестве существенного улучшения российской структуры, внося правовую ясность и эффективность в эту неопределенную сферу. Согласно последовательности действий сначала создается единый ЦД, и, после того, как он начинает успешно функционировать, он может привлечь к себе основную массу регистрационных мандатов, что соответственно делает его очевидным претендентом на роль единого регистратора. Комплексный подход к вопросу и преимущества, которые может предложить единый ЦД, приведет к переходу бизнеса от коммерческих регистраторов к единому ЦД. Тем не менее, экономическая угроза существующим регистраторам требует к себе особого внимания.

### **(f) Связи с квитовочными системами третьей стороны**

С полностью либерализованным движением средств за рубеж и из-за рубежа Россия станет узлом перемещения существенных трансграничных потоков. При наличии желания присоединиться к глобальной архитектуре России нужна связь с какой-либо квитовочной системой, причем российской стороне не стоит предлагать свое собственное решение в

данном вопросе. Очень важно, чтобы решение было частью глобально признанной архитектуры.

### **3.3 Дорожная карта для достижения будущей системы**

Дорожная карта представляет собой схему поэтапной реализации настоящей Модели. Карта представляет идею компании Thomas Murray Capital Market Rating, (подробно описанную в Приложении 2), определяющую факторы достижения текущего рейтинга и метод достижения рейтинга-цели для России. Преимущество данного подхода заключается в определении четкого пути развития и последующих преимуществ, широко признаваемых в международном финансовом содружестве.

Невозможно и нежелательно реализовывать настоящую Модель за один шаг. Компания Thomas Murray наметила промежуточные этапы, демонстрируя растущее влияние на рейтинг от реализации всего плана. В настоящее время инфраструктура российского рынка капитала имеет рейтинг А-, который, по нашим прогнозам, может возрасти до АА после прохождения четырех промежуточных этапов. Такой рост рейтинга российского рынка капитала наглядно символизирует значительные успехи в развитии инфраструктуры, которые должны дать старт выходу России на уровень экономически развитых государств.

В настоящем документе содержится описание промежуточных этапов и отражение в них вопросов, упомянутых в настоящей Модели. В документе также обсуждаются альтернативные промежуточные этапы и причины, по которым они были отклонены.

#### **3.3.1 Текущее состояние. Рейтинг А-**

Рейтинг текущего рынка капитала - А-. Он, конечно, еще должно быть подтвержден тщательной проверкой, но в качестве рабочей гипотезы мы можем принять это утверждение. Текущий пост-торговый рейтинг для России - ВВВ, на один пункт ниже рейтинга общего рынка капитала. Биржи в России функционируют на прочной основе и технически хорошо оснащены. НДС имеет рейтинг А+, а ДКК - А (смотри Приложения 3 и 4). Общий пост-торговый рейтинг ВВВ (объединяющий два) несколько подпорчен фрагментированной архитектурой, плохой организацией регистрации и юридической неопределенностью – смотри Приложение 1.

Ниже приведена общая схема текущего состояния. Цель схемы показать различные этапы развития от текущего состояния с рейтингом А- до будущего состояния с рейтингом АА.

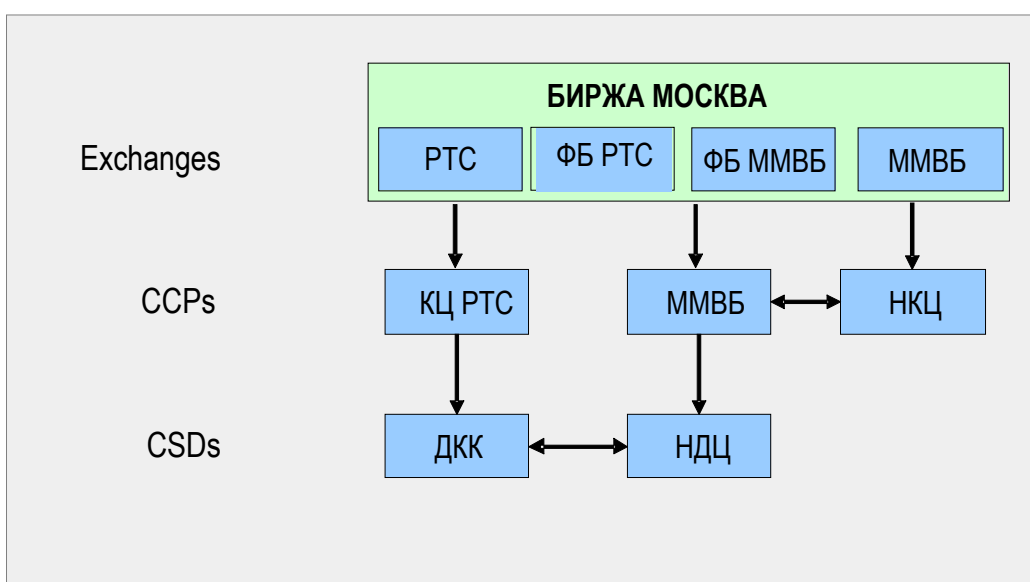
### Текущее состояние (рейтинг А-)

	Акции	Биржевые деривативы	Фиксированный доход
Биржи	ФБ РТС, ФБ ММВБ	ФБ РТС, ММВБ, ФБ ММВБ	ФБ РТС, ММВБ, ФБ ММВБ
Клиринг/ССР	НП РТС, ММВБ	КЦ РТС, ММВБ, ММВБ	НП РТС, ММВБ, ММВБ
Расчеты с ценными бумагами	ДКК, НП НДЦ	ДКК, НП НДЦ	ДКК, НП НДЦ, НП НДЦ
Денежные расчеты	РП РТС, РП ММВБ	РП РТС, РП ММВБ, РП ММВБ	РП РТС, РП ММВБ, РП ММВБ

### 3.3.2 Промежуточный Этап 1 Рационализация Бирж. Рейтинг А

Это первый этап, предложенный в Модели на пути к современному рынку капитала.

Первоначальное строительство разворачивается вокруг обыкновенных акций и их деривативов (индексов, опционов, простых фьючерсов на акцию, warrants). Первая задача на ближайшее время состоит в создании рынка обыкновенных акций, который мог бы поддерживать первичные предложения по акциям, надежный вторичный рынок, операции взаимозачетом с деривативами и их исходными активами.



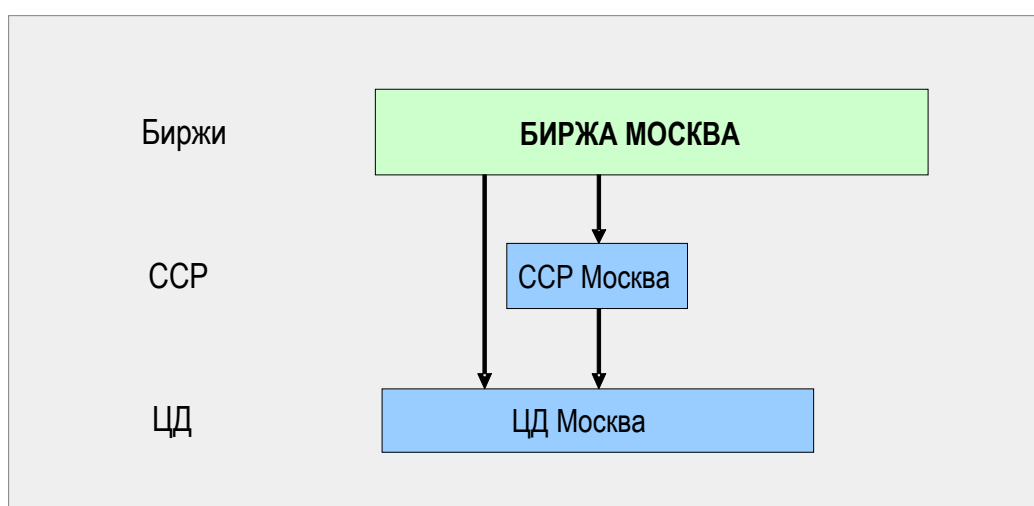
Промежуточный этап 1: рационализация бирж. Небольшие биржи должны присоединиться к РТС или ММВБ в зависимости от торгуемых на них продуктов или оставлены на произвол судьбы, как, например, сейчас сделали с региональными биржами в Индии.

Однако же до (или одновременно с) каким бы то ни было согласованием прав собственности между группой ММВБ и группой РТС, группа ММВБ должна быть перестроена в плане структуры собственности, с учетом интересов различных групп акционеров и созданием общей структурой владения и управления. Без этого предварительного этапа группа ММВБ не сможет проводить операции с третьими сторонами.

С политической точки зрения может быть целесообразным сделать это одновременно с промежуточной стадией 2, но необходимость рационализации бирж несколько отличается от необходимости консолидации ЦД.

Необходимо помнить о конечном результате, к которому мы стремимся, а именно наличие трех бирж, но на данном этапе мы хотим создать только одну сильную биржу.

### 3.3.3 Промежуточный Этап 2 Консолидация пост-торговой Инфраструктуры. Рейтинг А+



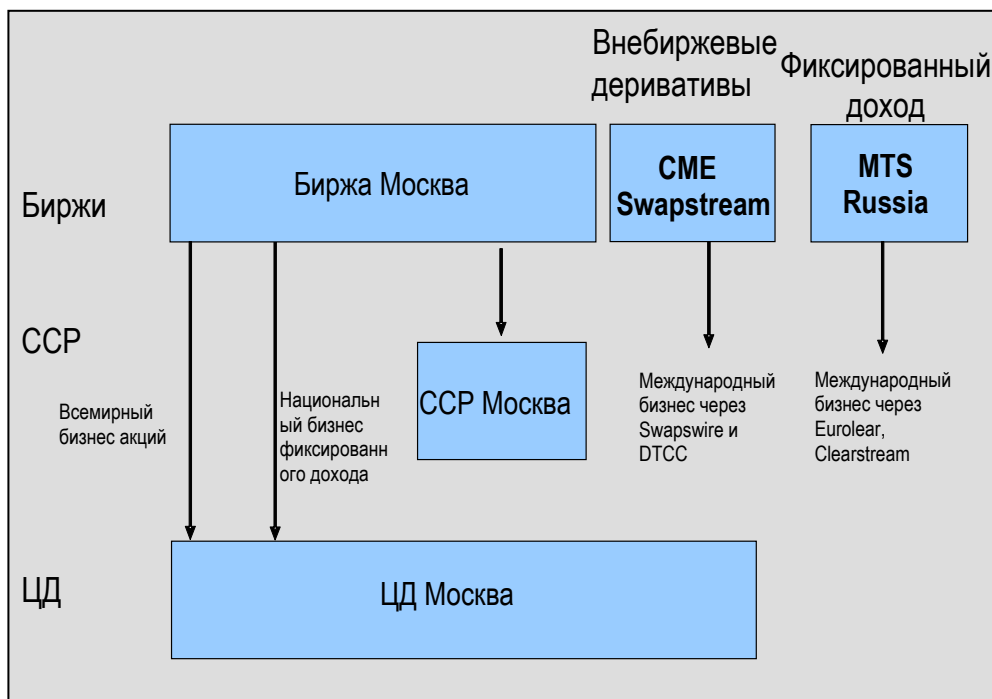
Учитывая структуру собственности двух российских конкурирующих групп (ММВБ и РТС), консолидация бирж приведет к созданию новой структуры, контролирующей оба ЦД (НДЦ и ДКК). Таким образом, консолидация самих ЦД будет представлять собой чисто технический процесс, включающие правовые и управленческие вопросы.

Преимущества консолидации над конкуренцией справедливы в равной степени и для бирж и для ЦД. Промежуточный этап 2 – это консолидация расчетных депозитариев с целью создания единого ЦД в России. Лучшим механизмом достижения поставленной цели является испанская модель, в рамках которой из CADE (ЦД инструментов с фиксированным доходом, принадлежащего ЦБ) и SCLV (ЦД акций, принадлежащий частным инвесторам), сделали IBERCLEAR.

Та же логика справедлива и в отношении ССР, и результатом на рынке будет только один ССР. Это особенно важно, поскольку конкуренция между ССР скорее напоминает “гонку за потребителем путем удешевления услуг”, когда смягчение последствий овеществления рисков снижается как средство сокращения операционных затрат и привлечения бизнеса. Хотя в настоящий момент в Европе отмечается значительная конкуренция между ССР, это тенденция не долгосрочна – преимущество ССР заключается в том, что им проще консолидироваться, чем ЦД.

По завершении этой стадии Россия станет привлекательным объектом капиталовложений и сможет предлагать свою инфраструктуру в качестве узлового решения для всего региона.

### 3.3.4 Промежуточный Этап 3 Дополнительные биржи. Рейтинг AA-



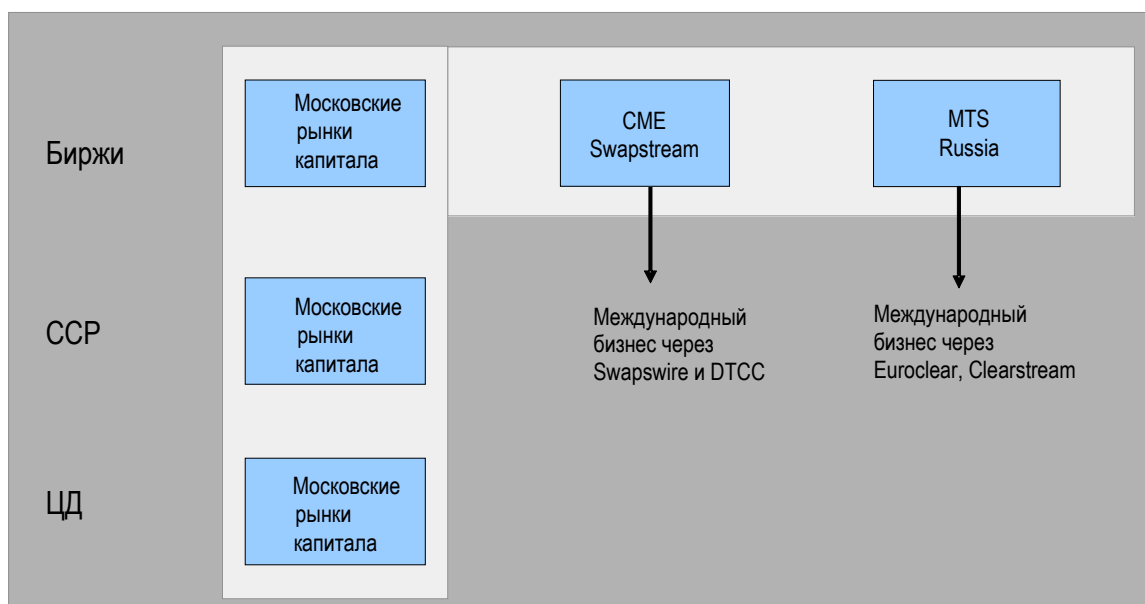
Только после установки основных элементов (обыкновенных акций, продуктов с фиксированным доходом и товарного сектора) можно приступать к построению вокруг них более сложных конструкций. Рынок внебиржевых деривативов очень объемный и крайне быстро развивается. К моменту завершения этапа 3 мы ожидаем наличие на рынке нескольких MTF, которые будут поддерживать то, что изначально было внебиржевыми контрактами, но впоследствии стало рядовыми стандартизированными продуктами. Они, скорее, будут торговаться на отдельных от основных бирж платформах, хотя весьма вероятно, что основные биржи будут стараться приобрести эти появляющиеся платформы во временных рамках Идеальной модели.

Опять же, с позиции превосходства Россия может пригласить на рынок группу MTS. Помня о том, что группа MTS принадлежит сейчас Лондонской Фондовой Бирже, есть возможность компенсировать пассивное участие России на лондонском рынке первоначального размещения акций с помощью новой возможности сотрудничества России с группой MTS.

Вероятно, значительные расчетные потоки из MTS Russia попадут напрямую в международные центральные депозитории.



### 3.3.5 Итоговая Модель Будущей Системы. Рейтинг AA



Компоненты на данной стадии не отличаются от стадии предыдущей. Здесь мы многое подчищаем и пытаемся рационализировать. Этот процесс будет продолжаться на протяжении всей программы, но должен быть завершён к этой стадии. На этом этапе мы ожидаем готовый центральный механизм квитовки, работающий центральный регистратор и завершённую работу по консолидации системы. Система RTGS и рубль должны быть подключены к мировой валютнообменной системе CLS.

Посредники и поставщики услуг должны рационализировать свою деятельность согласно линиям ранее представленной схемы под требования инфраструктуры:



Поддержка со стороны владельцев инфраструктуры и регулятора должна привлечь лучших игроков в каждом сегменте. Некоторые из них будут очень важны для связи России с мировым сообществом.

На этом этапе у России будет достаточно сильная позиция, чтобы действовать в качестве регионального консолидатора. Можно расформировать вертикальную биржевую группу и присоединиться к глобальной консолидации по горизонтальным линиям. Можно также консолидировать свою платформу внебиржевых деривативов и участвовать в консолидации вокруг группы Механическая торговая система.

К тому времени уже обретут форму новые идеи в мире. Выходные платформы внебиржевых деривативов (DERIV/Serve, Swapswire, TZero и т.д.) консолидируются, а AsiaClear может уже стать реальностью (азиатская версия международных центральных депозитариев, являющаяся предметом разговоров уже не первый год). Денежная конвергенция в странах Ближнего Востока и странах АСЕАН создаст сильные экономические блоки с собственными инфраструктурами. Китай станет главным консолидатором в регионе, а Европейскому Центральному Банку, возможно, удастся создать единую панъевропейскую пост-торговую платформу (хотя мы не думаем, что это произойдет).

Глобальная экономика станет очень однородной с прямыми транс-границными сделками. Изменчивость станет глобальным феноменом.

У России есть возможность сыграть одну из ключевых ролей в этом процессе, но для этого ей необходим современный рынок капитала.