



Интервью с председателем правления НАУФОР
АЛЕКСЕЕМ ТИМОФЕЕВЫМ

РЕКОМЕНДАЦИИ THOMAS MURRAY ПО РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЕ ПОДГОТОВЛЕНЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА

Английская консультационная фирма Thomas Murray — один из ведущих мировых экспертов в области инфраструктуры финансовых рынков — подготовила анализ и рекомендации по развитию и совершенствованию инфраструктуры российского рынка ценных бумаг. Исследование проводилось по заказу Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) при поддержке ФБ ММВБ, ФБ РТС и участников рынка. О результатах исследования Thomas Murray, предложениях и рекомендациях по оптимизации инфраструктуры российского фондового рынка редактор БО Сергей Тягай беседует с председателем правления НАУФОР Алексеем Тимофеевым.

Б. О. Для чего потребовалось проводить данное исследование, какую цель оно преследовало?

А. Т. Отчет по инфраструктуре российского рынка был заказан рейтинговому агентству *Thomas Murray* как часть работы в рамках проекта «Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 г.)». Проект осуществляется НАУФОР в соответствии с Общими направлениями деятельности ассоциации на 2007–2008 гг., утвержденными общим собранием членов НАУФОР, и поддерживается российскими биржами и крупнейшими участниками рынка.

Задача *Thomas Murray* заключалась в подготовке дискуссионного материала для обсуждения рабочей группой, которая

должна быть сформирована НАУФОР для подготовки третьей части «Идеальной модели», содержащей рекомендации. Это обязательный документ, он является лишь материалом для обсуждения.

Б. О. Почему выбрано именно агентство *Thomas Murray*?

А. Т. *Thomas Murray* является одним из лучших кандидатов для такой работы. У экспертов этой организации есть богатый международный опыт в области инфраструктуры, это, собственно, их специализация. Уникальность этого агентства для России заключается в том, что именно оно присваивало рейтинги Национальному депозитарному центру и Депозитарно-Клиринговой Компании — крупнейшим российским расчетным депозитариям. Кроме того, *Thomas*

Murray совместно с *PricewaterhouseCoopers* принимал участие в проекте ФСФР по разработке рекомендаций по созданию в России Центрального депозитария. Таким образом, это агентство, с одной стороны, обладает международным опытом проведения рыночных исследований в сфере инфраструктуры, а с другой — обладает хорошими знаниями устройства российской инфраструктуры и ее специфики.

Б. О. Другие рейтинговые агентства предлагали свои услуги?

А. Т. Мы не связаны какими-либо правилами проведения тендеров и вправе самостоятельно выбирать консультантов. *Thomas Murray* выполнил свою работу на высоком уровне, и нам не приходится сожалеть о сделанном выборе. Кстати, дру-



гой консультант с мировым именем — *Ernst & Young* — также проводит работу по заказу НАУФОР в рамках подготовки исследования «Идеальная модель».

Б. О. Это будет еще одно исследование?

А. Т. Я поясню. Подготовка исследования «Идеальная модель» проходила в несколько этапов. В настоящее время — третий, заключительный этап, который предполагает выработку рекомендаций. Для этого НАУФОР создала три рабочие группы — по инфраструктуре, финансовым институтам и инструментам, а также по налогообложению. Исследования *Thomas Murray* и *Ernst & Young*, а последнее готовит обзор по нескольким финансовым центрам, являются удобным материалом для рабочих групп.

Б. О. Сколько времени заняло исследование *Thomas Murray*?

А. Т. Вместе со всей организацией — около полугода. На само исследование было потрачено около 3–4 мес., что стало возможным благодаря имеющемуся у *Thomas Murray* опыту.

Б. О. Насколько исследование и представленные рекомендации оказались ожидаемыми или, напротив, неожиданными?

А. Т. Прежде всего надо пояснить, какая именно задача ставилась перед консультантами. Мы изначально формулировали желаемую модель российского рынка как модель конкурентоспособную на глобальном рынке, модель одного из финансовых центров мира. Отсюда и задачи для консультантов. Поэтому тот материал, который был подготовлен *Thomas Murray*, интересен с точки зрения того, какой должна быть инфраструктура российского рынка, чтобы являться конкурентоспособной в мировом масштабе. И все же неожиданным исследование не стало — последнее время основная рекомендация консультантов все чаще звучит и в России. Документ рекомендует, прежде всего, создать консолидированную национальную биржу. Точнее, вертикальноинтегрированную группу, включающую в себя торговую площадку, где была бы сконцентрирована спот-торговля корпоративными бумагами и торговля деривативами на них капитализированного центрального контрагента и Центрального депозитария. Эти рекомендации не являются неожиданными, поскольку с точки зрения глобальной конкуренции такая организация ключевого звена инфраструктуры является наиболее оптимальной. На глобальном рынке российский рынок предстает как единое целое, и достоинства внутренней конкуренции, конкуренции между инфраструктурными институтами исчезают вовсе, оборачиваясь недостатками.

Б. О. Насколько известно, такой позиции придерживаются не все участники рынка...

А. Т. В том и задача исследования, чтобы сделать обсуждение организации инфраструктуры как можно более предметным. Однако, что касается глобального контекста конкуренции, дискуссия может идти скорее о том, насколько актуальной является консолидация российской инфраструктуры, можем ли мы позволить себе сохранять существующее положение или уже нет. Исследование говорит, что нет. В этом смысле интересны другие рекомендации *Thomas Murray*, которые вызывают больше споров, — создание площадок рынка государственного долга и рынка внебиржевых деривативов как части международной системы. Предлагается создать национальную площадку для спот-рынка и деривативов в отношении корпоративных ценных бумаг как основу российского финансового центра. Для государственного долга и внебиржевых деривативов в этих же целях предлагается согласиться с преимуществами международного рынка — здесь тоже звучит тема глобальной конкуренции.

Я считаю, что консолидация инфраструктуры, как торговой, так и учетно-расчетной, — важный шаг по повышению конкурентоспособности российского фондового рынка. Можно ли без нее обойтись? Вероятно, да. Российский рынок может и будет развиваться и без такой консолидации. Но в этом случае конкуренция российского рынка за место под солнцем усложняется. Участники несут издержки, связанные с участием в работе нескольких инфраструктурных групп, риски, связанные с их взаимодействием, условия торговли и расчетов (частичное преддепонирование, расчеты $T + 2$ или $T + 3$), которые приняты в мире и требуют мобилизации капитала, вводятся медленнее и становятся предметом внутренней борьбы. Причем борьба за фондовые рынки региона ведется не только с зарубежными биржами, но и между собственными, национальными. Как результат, это сказывается на ликвидности российского рынка.

Достаточно ли консолидации только учетной и расчетной инфраструктуры? Безусловно, такая консолидация была бы важным и полезным шагом, но она имеет внутренние ограничения, а кроме того, она, как и консолидация торговой инфраструктуры, возможна при одном и том же условии — удовлетворительном решении вопросов собственности и участия в управлении рынка.

Стоит заметить, что решения требуют и другие проблемы, невыгодно отличающие российский рынок от развитых и некоторых развивающихся рынков. Речь идет об отсутствии системы валовых рас-

четов в режиме реального времени (*RTGS*), опирающейся на центральный банк, отсутствие связи с системой постоплатных связанных расчетов (*CLS*) и др.

Российский финансовый рынок стремительно развивается. Если его сравнивать с другими развивающимися рынками, его развитие более гармонично, он лишен некоторых недостатков, с которыми другим развивающимся рынкам еще предстоит справиться, многие из недостатков, которые ему присущи, — обычная черта других развивающихся рынков. Исследование «Идеальная модель» — наш вклад в определение направлений дальнейшего развития российского рынка, выявление слабых мест, которые такому развитию будут препятствовать, определение достоинств и недостатков тех или иных решений — здесь дискуссия, спор неизбежны и чрезвычайно важны для качества работы.

Б. О. Есть ли сформировавшееся мнение профсообщества относительно данного исследования?

А. Т. Оценка, которая у нас есть, предварительная, по мере того как круг участников обсуждения расширяется, она становится все более представительной. В скором времени мы будем готовы предложить исследование на публичное обсуждение, однако, я надеюсь, это будет обсуждение не только и не столько исследования *Thomas Murray*, сколько развития российской инфраструктуры в целом.

Б. О. А будет ли практическая реализация данных рекомендаций? Или все останется на уровне обсуждения?

А. Т. Замысел проекта «Идеальная модель» заключается в том, чтобы сформулировать как можно более общее видение профсообщества желаемой модели российского фондового рынка. Я полагаю, что своим исследованием мы уже внесли определенный вклад в развитие дискуссии о реформе российского фондового рынка, в первую очередь постановкой задачи обеспечения его конкурентоспособности и превращении в финансовый центр. Мы закончим работу над Моделью в начале следующего года, но уже сейчас видим, что, даже становясь предметом обсуждения, она выполняет свою роль. Мы уверены, что подходы и, возможно, рекомендации Исследования будут учтены при разработке государственных программных документов и воплощены в жизнь. Но даже и без этого она является поводом для того, чтобы обсуждать вопросы, решение которых зависит не только от государства, но и от профсообщества. Я хотел бы еще раз от имени НАУФОР поблагодарить всех, кто поддерживает данное исследование и принимает в нем участие, кто так же, как и мы, видит своей задачей создание в России одного из финансовых центров мира. ■