

Михаил ЛЬВОВ

Центр фондового мира

Старая песня о главном

Идея создания Центрального депозитария (ЦД) в России — уже пятнадцать лет. Но лишь недавно ФСФР предложила к обсуждению участникам рынка законопроект о его создании. Почему тема ЦД сегодня стала актуальной? Ведь, по мнению многих участников рынка, при действительно острой необходимости в этом институте он был бы уже создан.

По мнению **председателя правления Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) Алексея Тимофеева**, если раньше можно было смириться с отсутствием ЦД, то при сегодняшних темпах роста российского рынка ценных бумаг учетно-расчетная система не справляется с возрастающими объемами сделок и высокой скоростью их проведения. Россия уже не может позволить себе обойтись без ЦД — риск инфраструктурных сбоев возрастает, и издержки по этим операциям увеличиваются. По мнению **Тимофеева**, основные издержки связаны именно с инфраструктурой: уровень затрат на проведение операций в регистраторах и депозитариях несопоставим с зарубежным. Высокую степень рисков, низкую скорость, характеризующие национальную расчетную систему, **Тимофеев** объясняет ее излишней фрагментацией. При этом инфраструктура функционирует без RTGS — системы валовых денежных расчетов в режиме реального времени и без централизованного кредитования ценными бумагами.

Для широкого доступа на российский рынок иностранных инвесторов, по мнению **Алексея Тимофеева**, нужны радикальные изменения всей национальной учетной системы по причине ее недостаточной адаптации к международной. Он считает, что проблемы можно решить созданием ЦД, через который нерезиденты будут выходить на локальный рынок. Формирование ЦД даже без какой-либо фундаментальной перекройки всей системы — шаг вперед в развитии инфраструктуры рынка, заключает **Тимофеев**. В то же время наличие депозитарных организаций на фондовых рынках других стран не пред-

Подготовленный Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) законопроект «О центральном депозитарии» вызвал критику многих участников рынка ценных бумаг. К чему приведет создание в России центрального депозитария: к снижению рисков и издержек или к переделу рынка и монополизации?



полагает обязательного существования Центрального депозитария.

Преимуществом российского рынка в случае создания ЦД является то, что ценные бумаги выпущены в основном в электронной форме. К тому же, российские системы расчетов по ценным бумагам отличаются высокой степенью централизации.

Продукт компромисса

Законопроект, подготовленный ФСФР при участии PriceWaterhouseCooper's и поддержанный НАУФОРом и Национальной фондовой ассоциацией (НФА), затронул интересы широкого круга участников рынка и до сих пор проходит согласование с ведомствами.

По версии ФСФР, законопроект позволяет снизить риски на российском рынке ценных бумаг (утраты собственности на ценные бумаги, неисполнения обязательств по сделкам и др.), ускоряет расчеты, облегчает раскрытие информации о владельцах ценных бумаг, снижает издержки, способен привлечь на российский рынок новых иностранных инвесторов. ФСФР с помощью нового законопроекта стремится сконцентрировать в одном расчетном депозитарии всю ликвидность по бумагам с зарегистрированным проспектом эмиссии. «Так решается задача быстрого и дешевого проведения биржевых сделок, — объясняет **руководитель ФСФР Олег Вьюгин.** — Ведь концентрация всей ликвидности — условие для выстраивания централизованной системы клиринга. Именно тогда

В 1989 году в соответствии с докладом международной рабочей группы (известным как Доклад группы 30) каждой стране было рекомендовано в ближайшие три года создать центральный депозитарий. В развитых европейских странах в течение 1990-х годов были созданы национальные ЦД (во Франции ЦД существовал уже с 1941 года). Последние пять лет учетные системы этих стран переживают этап создания международных институтов, выполняющих функции ЦД для нескольких стран. Уже состоялось объединение в группу Euroclear ЦД Франции (в прошлом — Sicovam, теперь Euroclear France), Бельгии (Euroclear Bank), Голландии (Euroclear Nederland) и Великобритании (Crest). Именно она теперь осуществляет функции ЦД для этих стран. Другая международно-клиринговая организация, Clearstream, была поглощена Deutsche Borse Borse Group и теперь действует как ЦД Германии и Люксембурга. Институты, выполняющие функции национального ЦД, есть как во многих восточноевропейских странах (например, Польше, Венгрии, Словакии), так и в большинстве стран — членов СНГ. Бывает, что функции ЦД выполняются организацией де-факто, без законодательного закрепления. Например, в США учет значительной части ценных бумаг сконцентрирован в одной организации — DTC.

биржи смогут проводить стандартные сделки по принципу Т+3, то есть расчет через три дня по ценным бумагам и по деньгам с гарантией исполнения сделок и частичным, не стопроцентным депонированием».

Известно, что регуляторы подавляющего большинства иностранных государств требуют от институциональных инвесторов учитывать активы по операциям в других юрисдикциях с использованием системы ЦД, как прозрачного, высококапитализированного института, надежно контролируемого регулятором рынка ценных бумаг. Поскольку в России ЦД нет, регуляторы рекомендуют вести учет в реестрах или кастодианах, созданных иностран-

ными банками, признавая их наиболее надежными организациями. По словам **Вьюгина**, такая ситуация тормозит организацию IPO в России, поскольку регистрация прав в реестре занимает до семи дней.

Стоимость проведения сделок, в частности при IPO, для российских инвесторов и эмитентов завышена вследствие отсутствия ЦД. Это стимулирует уход обращения российских ценных бумаг в форме депозитарных расписок — ADR и GDR — на зарубежные финансовые рынки. Как известно, уровень затрат эмитентов по выпуску расписок на порядок превышает расходы на размещение акций на локальном рынке. Высокие затраты объясняются также сложившейся многоуровневой системой учета, так называемой депозитарной матрешкой — количество междепозитарных счетов, отделяющих счет конечного владельца от регистратора (эмитента), в некоторых случаях достигает семи-восьми.

Для быстрого и эффективного проведения IPO на бирже законопроект вводит понятие эмиссионного транзитного счета, который не является счетом для учета прав собственности. Отметим, что в условиях уже действующего законодательства подобную схему реализовал Сбербанк при организации IPO «Роснефти». Фактически он создал эмиссионный счет в своем депозитарии, что позволило на следующий день после размещения начать вторичные торги бумагами.

Законопроект наделяет ЦД исключительными правами — выступать расчетным депозитарием для бирж и открывать счета номинального держания в реестре по торгуемым бумагам. Любой инвестор будет иметь счет либо опосредованно, либо напрямую в ЦД, и все его биржевые сделки не минуют ЦД. При этом для хранения бумаг инвесторы смогут использовать кастодианы со счетом номинального держания в ЦД. Еще один уровень — обычные депозитарии, имеющие счет номинального держания в кастодианах, — могут

Основные положения законопроекта «О центральном депозитарии»

Проект устанавливает основные требования к деятельности ЦД, права, обязанности и ограничения его деятельности. В частности, закрепляет исключительные функции ЦД:

- осуществление расчетов по ценным бумагам по сделкам, совершенным на фондовых биржах или через иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг;

- осуществление функций номинального держателя для иностранных депозитариев, в том числе центральных депозитариев и глобальных кастодианов (что поможет адаптации системы учета прав на ценные бумаги к иностранным моделям);
- хранение ценных бумаг России и субъектов Федерации.

ЦД может быть только российское юридическое лицо в форме АО или некоммерческого партнерства, акционерами (членами) которого могут являться российские и иностранные юридические лица, а также РФ и Банк России. Иностранные юрлица могут быть акционерами (членами) ЦД, если они созданы в соответствии с законодательством государств, являющихся членами Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ).

Законопроект определяет процедуру лицензирования деятельности ЦД, включая лицензионные требования. Одно из них — наличие у соискателя не менее чем пятилетнего опыта проведения депозитарных операций по итогам сделок, совершенных через организаторов торговли.

Федеральный орган исполнительной власти по финансовым рынкам имеет право проводить проверки центрального депозитария, вводить процедуры наблюдения, приостанавливать операции ЦД, вводить временную администрацию.

Кроме того, законопроект предусматривает меры, направленные на предупреждение банкротства ЦД. В частности, вменяет в обязанность участникам ЦД оказывать ему финансовую помощь при наличии признаков банкротства.

Документ допускает существование нескольких ЦД, при этом вводится ограничение на совмещение деятельности ЦД с иными видами деятельности.

использоваться для внебиржевых сделок.

Кроме того, ЦД наделяется исключительным правом открывать счета номинального держания иностранным депозитариям.

Сами авторы законопроекта признают, что монопольное право ЦД — недостаток этого документа, но он, по мнению **Олега Вьюгина**, может быть исправлен. По закону о защите конкуренции, все вопросы монопольных действий на финансовом рынке рассматриваются ФАС совместно с регулятором финансового рынка (ФСФР или ЦБ) через совместную (50 на 50) комиссию по защите конкуренции на финансовом рынке. Сейчас идет процесс создания такой комиссии, которая будет рассматривать вопросы тарифообразования на фондовом рынке.

Поскольку ЦД сконцентрирует в себе учет и проведение расчетов по всем торгуемым бумагам, логично предположить, что риски по биржевым сделкам также будут сконцентрированы в одном месте («Но речь идет не о рисках банкротства, поскольку ЦД лишь хранит информацию и проводит сделки, и не берет на себя риски контрагента, то есть не занимается клирингом, — считает **Вьюгин**. — Все риски по завершению расчетов сделок находятся в организациях, занимающихся клирингом. Поэтому в ЦД присутствуют лишь риски плохого менеджмента или потери информации»). По его словам, законопроект предусматривает определенные требования к менеджменту ЦД, а в случае потери информации в этом депозитарии предусматривается механизм ее восстановления и наказания виновных.

ФСФР не считает оптимальным создание ЦД с нуля — на это нужны значительные ресурсы, специалисты, которые сегодня сконцентрированы в двух-трех структурах. Хотя законопроект допускает и такой путь. «Вариант с государством — не самый хороший, — считает **Вьюгин**, — на создание ЦД с нуля уйдет значительное время: год будет выделяться деньги, еще год — наниматься

ку в ЦД будут учитываться только торгуемые бумаги, основная ликвидность по которым сосредоточена в НДЦ и ДКК, которые сегодня де-факто играют роль ЦД.

Олег Вьюгин объясняет, что в случае, если на рынке будет несколько ЦД, они будут связаны взаимными междепозитарными поро- и ностро-счетами, по которым бумаги могут двигаться беспрепятственно, то есть без взимания платы и без дискриминации. Так решается вопрос с концентрацией ликвидности и инвестор не теряет в качестве услуг. Единственный недостаток для кастодианов — между ними и регистраторами появляется еще одна организация. По словам **Вьюгина**, такой путь, поскольку в нем несколько ступеней, представляется более дорогим, чем открытие счета напрямую в реестре. Однако инвестор будет платить за то, что его права собственности учитываются более надежно, — с созданием ЦД риски, связанные с учетом прав собственности, их потери или несанкционированной утраты, резко сокращаются. К

На сегодня участниками этой системы выступают группы организаций вокруг ММВБ и РТС, несколько крупных российских и иностранных кастодианов, также претендующих стать центрами расчетных и учетных узлов, ряд клиринговых организаций, отделенных от учетных институтов, а также регистраторы.

В России несколько торговых площадок конкурирует за привлечение инвесторов, эмитентов и профучастников рынка. Каждая включает автономные элементы инфраструктуры, необходимые для организации на ней клиринга, расчетов и хранения ценных бумаг — расчетные депозитарии, расчетные и клиринговые организации. Наличие двух основных торговых площадок — ММВБ и РТС — означает функционирование на рынке двух групп участников (на ММВБ большая доля участников — банки, на РТС — брокеры), а также двух групп собственников. Известно, что 56,52% Депозитарно-клиринговой компании (ДКК) принадлежит РТС, которая, в свою очередь, принадлежит участникам рын-

Рыночная стоимость принятых на обслуживание ценных бумаг в ведущих депозитариях (на 31.03.2006) по данным исследований ИНФИ совместно с ПАРТАД



примеру, со счетов крупных расчетных депозитариев бирж (НДЦ и ДКК) за последние пять-семь лет несанкционированной утечки информации не было, так же, как и случаев потери бумаг (обе структуры имеют доста-

ка. Учредителями Национального депозитарного центра (НДЦ) являются ММВБ (доля — 50,28%) и ЦБ (42,4%). При этом доля ЦБ в капитале ММВБ — 28,761.

Де-факто роль ЦД сегодня осуществляют ДКК и НДЦ. Кроме того, сделки с акциями «Газпрома» рассчитываются в Газпромбанке и аффилированной с ним Расчетно-депозитарной компании. Этот депозитарий можно также считать «центральным» по отдельной взятой ценной бумаге. Профучастники рынка знают: ДКК обслуживает сектор акций, НДЦ — облигаций. И сегодня вряд ли найдется хоть один профучастник, который захотел бы резких изменений в работе инфраструктуры.

Законопроект допускает наличие нескольких ЦД, описывая, таким образом, текущую ситуацию. По мнению **директора депозитария Сбербанка России Юрия Дубина**, допуская множественность ЦД, законопроект является компромиссом между двумя основными конкурирующими инфраструктурными группами учетной системы — ММВБ и РТС.

Кастодиан (castodian) — банк, хранящий ценные бумаги и иные финансовые активы клиентов, управляющий этими бумагами. Кастодиан может также заниматься клирингом и расчетами по сделкам, валютными операциями, и пр.

люди, два года будут работать IT-компании, причем не очень успешно, а лет через пять организация начнет функционировать, но все станут ее критиковать. У институтов российской инфраструктуры достаточно средств для создания ЦД».

С принятием нового закона российские кастодианы должны будут отказаться от роли расчетных депозитариев. А вот опасения по поводу того, что новый ЦД заберет бизнес у действующих расчетных депозитариев, **Олег Вьюгин** считает необоснованными, поскольку

точно средств для внедрения технологий, адекватных требованиям рынка). А вот несанкционированные потери информации регистраторами и мелкими депозитариями случались.

Накануне передела

«Продвижению законопроекта до сих пор мешал вопрос о том, кто будет центральным депозитарием», — считает **Тимофеев**. Он видит причины пробуксовывания документа в сопротивлении всей российской учетной системы «вследствие ее фрагментарности».

Капитальный вопрос

По законопроекту один участник ЦД вместе со своими аффилированными лицами не может иметь более 20% голосов в высшем органе управления ЦД. При этом допускается участие в капитале депозитария иностранных юрлиц. По мнению **Олега Вьюгина**, Банк России с долей в НДЦ более 40% — претендент на участие в ЦД. По согласованию с Центробанком регулятор ввел в законопроект оговорку: если на момент получения депозитарием лицензии доля кого-либо из акционеров превышает 20%, то в течение определенного периода допускается ее доведение до необходимого уровня. Но по поводу участия ЦБ в капитале ЦД единого мнения нет. По словам **Дубина**, ЦБ сегодня является активным оператором российского рынка госбумаг, соответственно, должен присутствовать в капитале ЦД. Вьюгин не видит вреда от умеренного присутствия Центробанка в новой структуре. Так легче будет решать проблему взаимодействия депозитария и будущей клиринговой организации до тех пор, пока группа участников торгов не станет однородной. А вот **Тимофеев** отмечает, что государство — не лучший акционер, ведь решение государственных задач искажает его роль, поэтому довольно часто остальные акционеры недовольны его участием в капитале.

Монопольное право

Назовем положения, которые, по выражению **Олега Вьюгина**, составляют хребет закона и позволяют сконцентрировать лик-

видность в ЦД:

- исключительное право открывать счета номинального держателя в реестрах (возможно, это право ограничится только публично обращающимися ценными бумагами),
- ограничение количества уровней номинального держания (три уровня: ЦД – кастодианы — обычные депозитарии),
- исключительное право выступать расчетным депозитарием для бирж,
- исключительное право ЦД открывать счета номинального держания иностранным депозитариям,
- нормативное регулирование тарифов со стороны государства.

Первое из положений вызывает наибольшую критику. По оценке представителя одного из крупных банков, это ущемляет интересы кастодиальных банков, обслуживающих иностранных участников рынка, а это и российские отделения ING, Deutschebank, Citibank, Raiffaizen, а также Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, ВЭБ, Росбанк и другие банки первой десятки. Документ лишает их бизнеса — они не смогут открывать счета номинального держания в реестрах напрямую. Не все иностранные участники стали бы обслуживаться в ЦД, многие из них предпочли бы взаимодействовать с российским партнером через кастодиальный банк. «В ЦД проводятся стандартизированные операции, а многим иностранцам нужен индивидуальный подход, и ЦД услуги такого уровня предоставлять не сможет», — объясняет представитель банка.

Законопроект не способствует оптимизации рынка депозитарных услуг, качество об-

служивания клиентов ухудшится, считают крупные российские банки. **Виктор Тацкий, вице-президент Газпромбанка — начальник депозитарного центра**, дополняет: «Любые, и в первую очередь надежные и устойчивые, депозитарии с большими объемами активов на обслуживании также должны обладать правом открывать счета в реестрах. Это обусловлено тем, что ЦД и кастодианы могут обслуживать разные сегменты рынка (биржевой и внебиржевой) и работать с разными группами клиентов (профучастники и физлица, спекулянты и стратегические инвесторы). Открытие счета в каком-либо реестре одновременно и ЦД, и кастодианами не препятствует концентрации ликвидности в ЦД при наличии междепозитарных отношений между ними». **Виктор Тацкий** не считает, что устанавливать отношения с реестром через «лишнее» звено — оптимальный вариант. Такая схема повышает издержки инвесторов. Один только перевод хранимых в Газпромбанке активов в 4,2 трлн. руб. означает затраты более 400 млн. руб., при этом сам Газпромбанк за хранение клиентских активов на счетах депозитору не берет. По мнению **Г-на Тацкия**, рынок сформировался, не следует разрывать уже сложившиеся связи, клиентские блоки, потоки и создавать единственный институт.

Председатель комитета по собственности ГД Виктор Плескачевский также критикует законопроект, устанавливающий монополию на рынке.

Некоторые участники рынка прогнозируют, что вокруг Центрального депозитария непременно возникнут «свои» фирмы, продаю-



Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР:

«Международный опыт показывает, что центральных депозитариев может быть несколько. Так, Euroclear или Clearstream, международные центральные депозитарии, образовались в результате консолидации бизнеса. Европа также решает проблемы фрагментации учетной системы и вынуждена признавать факт существования нескольких расчетных и учетных институтов внутри ЕС. Euroclear и Clearstream существуют уже в рамках этого единого европейского рынка и, может, в меньшей степени, сталкиваются с теми же проблемами, что мы у себя — с несколькими узлами учета и расчетов. Euroclear и Clearstream — это разные бизнес-концепции, разные группы, разные политические интересы».



Николай Егоров, директор некоммерческого партнерства «Национальный депози-

тарный центр»: «Совет директоров и общее собрание членов партнерства еще в 2005 году приняли решение об увеличении собственного капитала НДЦ к 2010 году до 1,5 млрд. руб. Компания Thomas Murgue, «дочка» S&P, специализирующаяся на инфраструктурных организациях, присвоила НДЦ рейтинг центрального депозитария A+, превышающий рейтинги центральных депозитариев в Восточной Европе и близкий к уровню крупнейших западноевропейских центральных депозитариев. Кроме того, компания Board Solutions по поручению НДЦ начала исследование для выработки рекомендаций по дальнейшему совершенствованию корпоративного управления. Напом-

ню, что почти полтора года назад мы запустили крупный долгосрочный проект по совершенствованию нашей технологической платформы с целью ее модернизации и доведения до уровня международных стандартов. Как расчетный депозитарий мы работаем практически со всеми реестрами. При этом с 15-ю ведущими регистраторами уже внедрили или планируем внедрить электронный документооборот (ЭДО) в приоритетном порядке. К сожалению, пока далеко не все реестры используют ЭДО, хотя не исключено, что это требование при работе с центральным расчетным депозитарием станет обязательным.

НДЦ продолжает реализацию своих планов по консолидации расчетно-учетной инфраструктуры. Так мы продолжаем переговоры с Газпромбанком по увеличению своей доли в РДК. Доля НДЦ в капитале ДКК составляет сегодня 36,95%».



Михаил Лауфер, президент Депозитарно-клиринговой компании:

«Внесены изменения в тарифную политику ДКК. Расценки станут устанавливаться в рублях, что способствует снижению валютных рисков нашей организации. Изменение тарифов ДКК стимулирует переход к прогрессивной форме расчетов на условиях поставки против платежа (ППП), как наиболее надежного и технологичного способа исполнения обязательств по сделкам. По внебиржевым сделкам тарифы снижены на 32%; по биржевым, заключенным в режиме ППП на РТС, введена регрессивная шкала: снижение составит от 18 до 40%, в зависимости от количества депозитарных поручений. Данная схема расчетов выгодна клиентам: чем больше объем операций — тем меньше тариф».

шие программное обеспечение и другие услуги по завышенным ценам.

Директор департамента корпоративного управления Минэкономразвития Анна Попова, комментируя замечания к законопроекту, отметила, что основной недостаток документа в том, «что он пытается решить только один структурный вопрос — центральный депозитария». По ее словам, не прописано, как в этой схеме будут задействованы другие институты: «Не понятно, что делать с реестродержателями, кастодианами, нет комплексного видения проблемы». Исключительное право ЦД по открытию счетов номинального держания в реестрах приведет к сворачиванию деятельности регистраторов, считает **зампред комитета по кредитным организациям и финансовым рынкам Анатолий Аксаков**.

«Наделение ЦД уникальным правом открывать счета номинального держания в реестрах предполагает сверхъестественную концентрацию рисков и лишает бизнеса действующие российские депозитарии», — дополняет **начальник отдела корпоративного и финансового законодательства МЭРТА Анна Меньшикова**.

Фактически позиция Минфина и МЭРТА выражает мнение участников депозитарного рынка, для которых создание ЦД —

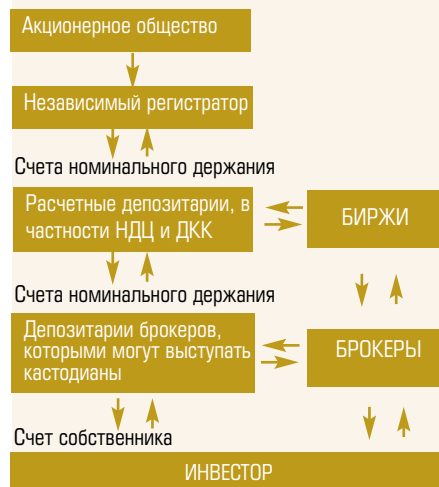
прямая угроза их бизнесу. «Это уничтожит бизнес более чем 800 депозитариев. Документ настолько несовершенно, что требует полной переписки», — говорит **зампред совета директоров Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев Петр Лансков**.

Место в архитектуре

Тем не менее уже сегодня законопроект заставляет многих задуматься о месте под солнцем в возможной будущей архитектуре фондового рынка. ДКК и НДЦ уже начали проводить различные мероприятия, чтобы — в случае принятия документа — получить лицензию ЦД. Это касается увеличения капитала до требуемого в законопроекте уровня — 1 млрд. руб. и получения международного депозитарного рейтинга. Оба депозитария увеличили страховое покрытие своих обязательств до \$50 миллионов.

В настоящий момент завершился лишь первый круг согласований законопроекта в ведомствах, которые вынесли свои замечания. ФСФР, МЭРТ, Минфин и Центробанк провели 15 декабря совместное совещание по документу. Как сказал **замглавы ФСФР Владислав Стрельцов**, часть замечаний снята, другая оставлена на доработку. **Зампред Центробанка Константин Корищенко**, комментируя позицию ЦБ по

Существующая схема расчетов по акциям на биржевом рынке в РФ



законопроекту, сказал, что его правки носили технический характер и касались главным образом корпоративного управления, структуры счетов. «Концепцию, заложенную в этом законопроекте, мы одобряем», — подытожил Корищенко. По словам **Вьюгина**, документ может поступить в правительство весной 2007 года, но если вновь возникнут разногласия, внесение документов в Госдуму затянется.



Анатолий Аксаков, президент Ассоциации региональных банков «Россия», зам-

пред комитета по кредитным организациям и финансовым рынкам ГД: «Авторы документа проделали огромную работу, в результате получился серьезный текст. Основные проблемы порождены неопределенностью: каким образом будет создан ЦД — административным или рыночным. В соответствии с предложенным вариантом им может стать любое лицо, удовлетворяющее заявленным требованиям. Но лицензировать ЦД — все равно, что лицензировать ЦБ (так, в ряде стран 100 лет назад несколько эмиссионных банков осуществляли функции ЦБ). Закон во многом потеряет смысл при создании ЦД организационно-административными методами (например, решение государства о создании госструктуры или наличие договоренности между участниками инфраструктуры).

Шаги по созданию ЦД должны предприниматься не в правовом поле, а в организационно-административном. Возьмите пример государственной

Корпорации (банка) развития. Государство готово выделить на ее создание \$2,5 млрд. Подготовлен соответствующий законопроект, определяющий структуру компании, финансовые средства, на которые она будет существовать, механизм управления и взаимодействия с другими госорганами. Законопроект в целом одобрен правительством. Речь идет о создании специальной госструктуры за счет средств бюджета и казны. Но ФСФР не пошел на создание ЦД в виде госучреждения, хотя в таком формате оно могло бы произойти очень быстро. Представленный законопроект — это попытка призвать рыночные силы к объединению, при этом он допускает создание ЦД для каждой из биржевых площадок, что девальвирует само понятие ЦД и некоторые его уникальные качества. Эксклюзивное право ЦД открывать счета номинального держания в реестрах вызывает обоснованные сомнения части депозитариев и регистраторов, поскольку автоматически лишает права других кастодианов работать непосредственно с реестрами. По мнению западных участников, такое право все же позволит уменьшить вложен-

ность депозитарной цепочки и снизить их риски. Но закон, по сути, навязывает дополнительное звено, в том числе нерезидентам.

Эксклюзивное право ЦД постепенно приведет к сворачиванию деятельности регистраторов. При этом никаких элементов страхования риска этой негосударственной структуры (по крайней мере перекладывания ответственности) проект не предусматривает. Таким образом, возникает дополнительный риск частного контрагента.

Для решения вопроса — какие требования предъявлять к ЦД, в частности, каким должен быть капитал для покрытия потенциальных операционных рисков — необходимо финансово-экономическое обоснование. Напомним, что новеллой Базеля II является как раз контроль за операционным риском в финансовых институтах. В отсутствие количественной оценки операционных рисков ЦД возникает проблема восприятия закона. Требования для получения лицензии висают в воздухе — какими они должны быть?

Если российская власть заинтересована в создании организованного рынка капиталов, необходимы меры господдержки, которые могут, например, вы-

ражаться в создании специального гарантийного фонда, обеспечивающего завершение расчетов по сделкам с ценными бумагами. Такой фонд обеспечит конкурентоспособность российских бирж и инфраструктуры и повысит доверие к ней инвесторов, в том числе западных. Предлагается использовать часть средств стабфонда в объеме до \$1 млрд. Причем в течение 10 лет средства фонда будут замещены денежными средствами российских участников рынка. Это хороший инструмент законодательного регулирования, взаимодействия государства и бизнеса. Государство участвует в бизнесе не только через принятие закона или выдачу лицензий, что, по мнению участников рынка, недостаточно, но и конкретными финансовыми ресурсами, которые сейчас, по мнению большинства экономистов, очень неэффективно используются. Наиболее эффективное использование части средств стабфонда — формирование целевых гарантийных фондов. Такой инструмент многократно повысит надежность финансовой инфраструктуры, не разгонит инфляцию, и при этом средства стабфонда имеют минимальную вероятность быть потраченными».