

**Виктор Плескачевский**

председатель комитета Государственной думы РФ по собственности, председатель совета директоров ПАРТАД

РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА КАК СИСТЕМЫ РАСЧЕТОВ ПО СДЕЛКАМ С ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Предлагаемый к рассмотрению материал в своей основе был подготовлен в начале 1990-х гг. Он имел бы лишь ностальгический интерес только для его автора, если проблемы организованной системы расчетов по ценным бумагам были бы успешно решены. К сожалению, это не так. В связи с этим представляем его читателям с минимальным «апгрейдом».

РАСЧЕТЫ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ (ФИНАНСОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ) И ИХ СУБЪЕКТЫ В РОССИИ

Под системой расчетов здесь понимается система исполнения сделок с финансовыми инструментами, в первую очередь с ценными бумагами. Элементами этой системы (субъектами расчетов) являются эмитенты, регистраторы, депозитарии и кредитные организации. Участие в ней регистраторов и депозитариев очевидно.

Регистраторы первыми появились на рынке учета и перехода прав на ценные бумаги, что было связано с особенностями чековой приватизации в 1992–1994 гг. и соответствующим ростом числа акционеров. Торговля ценными бумагами тогда находилась в зачаточном состоянии, и ее основной задачей был простой и дешевый учет обмена приватизационных че-

ков на акции предприятий. С течением времени большинство активных операторов рынка с целью более быстрых расчетов по сделкам с ценными бумагами перевели свои ценные бумаги из реестров в номинальное держание депозитариев, напрямую обслуживающих торговые системы или связанных с ними между депозитарными отношениями.

Кроме того, по действующему законодательству эмитенты, в которых число акционеров не превышает 50, имеют право самостоятельно вести реестр владельцев своих ценных бумаг, а значит, осуществлять трансфер бездокументарных ценных бумаг от одного владельца другому, т. е. выступать элементом системы исполнения сделок, иначе говоря, расчетов на рынке ценных бумаг. Кредитные организации становятся элементом системы расчетов в отсутствие полноценных клиринговых организаций в той мере, в которой они вклю-

чаются в реализацию принципа «поставка против платежа» в отношении отдельных сделок.

ОЦЕНКА СОСТОЯНИЯ РАСЧЕТОВ ПО ФИНАНСОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ

Расчеты по ценным бумагам характеризуются высокой себестоимостью и недостаточной надежностью между депозитарных отношений и отношений с регистраторами; отсутствием общих стандартных протоколов обмена между всеми участниками расчетов; направленностью усилий регулирующих органов на организацию системы не расчетов, а учета и хранения.

Главные проблемы в организации расчетов по именным финансовым инструментам таковы:

- накапливается естественный в этих условиях технологический разрыв между центрами ведения основной учетной кни-

ги по ценным бумагам (как аналогия – местом хранения глобального сертификата) и центрами учета результатов их обращения;

- отсутствие прямых связей между торговыми системами (биржевыми или внебиржевыми) как местом заключения сделок и клиентскими депозитариями и регистраторами как центрами учета (хранения) информации о владении ценными бумагами затрудняет идентификацию собственника в момент заключения сделки, увеличивает время исполнения сделки, т. е. приводит к значительному снижению надежности расчетов по сделке и увеличению их стоимости;

- отсутствие стандартных протоколов обмена расчетной информацией между участниками, стандартных процедур расчетов также приводит к увеличению затрат на завершение расчетов и недостаточной их надежности;

- все вместе снижает интерес инвесторов, особенно зарубежных, к внутрироссийскому рынку в целом. Их реальные затраты которых на поддержание прав собственности в системах их электронного учета у регистраторов и депозитариев составляют значительную часть транзакционных издержек.

Выводы:

1. Основная функция подавляющего большинства существующих субъектов расчетов состоит не столько в организации расчетов по финансовым инструментам, сколько в их учете (пассивном хранении информации об их владельцах).

2. Основным недостатком существующих депозитариев и регистраторов как организаций, осуществляющих расчеты по финансовым инструментам, является отсутствие эффективной (прямой) взаимосвязи с торговыми системами.

3. В России есть все необходимые условия для организации эффективной системы расчетов по ценным бумагам по результатам торговли ими с учетом опыта работы существующих депозитариев и регистраторов.

ВОЗМОЖНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ СИСТЕМЫ РАСЧЕТОВ ПО ФИНАНСОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ В РОССИИ

Горизонтальная система расчетов.

Система характеризуется свободно устанавливаемыми сторонами (хаотичными) корреспондентскими отношениями (рис. 1).

При отсутствии осмысленных усилий по концентрации расчетов по ценным бумагам формирование расчетных отношений по горизонтали представляется естественным для банковской среды, состав-

ляющей основную массу депозитариев. Горизонтальные междепозитарные отношения в этом случае строятся по образцу корреспондентских отношений банков. Одним из достоинств такого рода отношений является то, что они достаточно легко воспринимаются и воспроизводятся в отсутствие квалифицированных специалистов в большинстве банковских депозитариев.

Вертикальная (многоуровневая) система расчетов. Система представляет собой технологическую, а не администра-

- особенности рынка капитала в России как рынка бездокументарных ценных бумаг;

- неэффективность прямого переноса опыта развитых стран;
- отсутствие полноценных региональных торговых систем.

На *втором этапе* происходит установление межрегиональные отношения в целях осуществления расчетов по ценным бумагам посредством центров расчетов по ценным бумагам «зонтичного» типа.

Рисунок 1. СУЩЕСТВУЮЩАЯ СИСТЕМА РАСЧЕТОВ

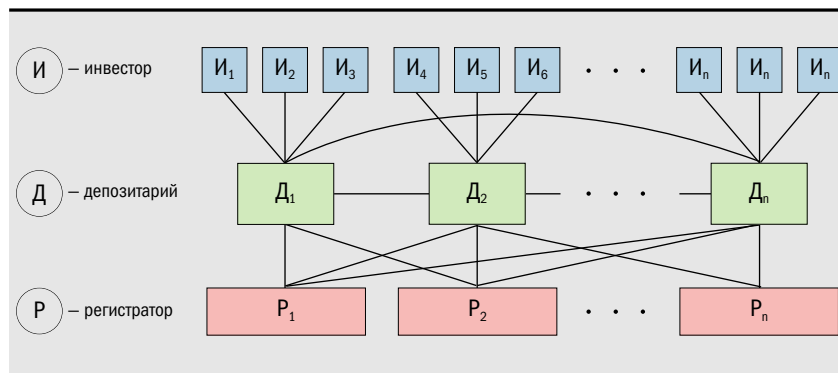
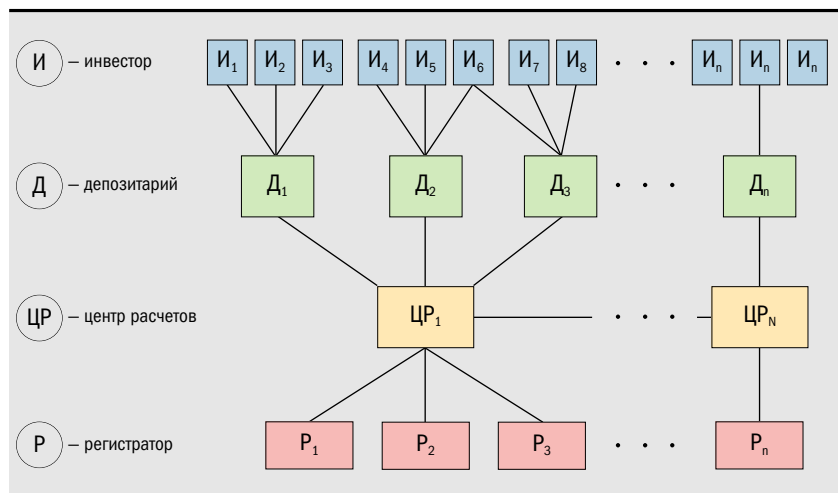


Рисунок 2. ПРЕДЛАГАЕМАЯ СИСТЕМА РАСЧЕТОВ



тивную иерархию расчетных институтов по ценным бумагам, поэтому должна строиться «снизу вверх» (рис. 2).

На *первом этапе* происходит региональная централизация расчетов (с участием региональных подразделений регулирующих органов и ЦБ РФ).

Создается региональный центр расчетов по ценным бумагам, устанавливающий взаимоотношения с региональными регистраторами и депозитариями. Попытки такого рода в свое время осуществлялись в Москве, Санкт-Петербурге, Владивостоке и других городах России. К сожалению, их организаторы не смогли учесть:

На *третьем этапе* система расчетов развивается как система межрегиональных расчетных центров. Заявленные на предыдущих этапах и доказавшие свою жизнеспособность стандарты расчетов повлекут снижение стоимости и увеличение надежности расчетов и создадут условия для эффективного трансфера капитала между регионами, отраслями и предприятиями.

По мере реализации всех трех этапов построения системы расчетов по финансовым инструментам потоки капитала образуют «русла» устойчивых взаимоотношений между активными центрами расчетов на территории России и вне ее.

Выводы:

1. Эффективная концентрация расчетов может базироваться только на интересах участников развитых торговых систем как основных потребителей расчетных услуг и быть успешной только при их непосредственном участии. Как правило, при разном составе участников механическое присоединение к существующей торговой системе любых, пусть самых совершенных расчетных центров, неэффективно.

2. Образование естественного взаимодействия участников расчетного цент-

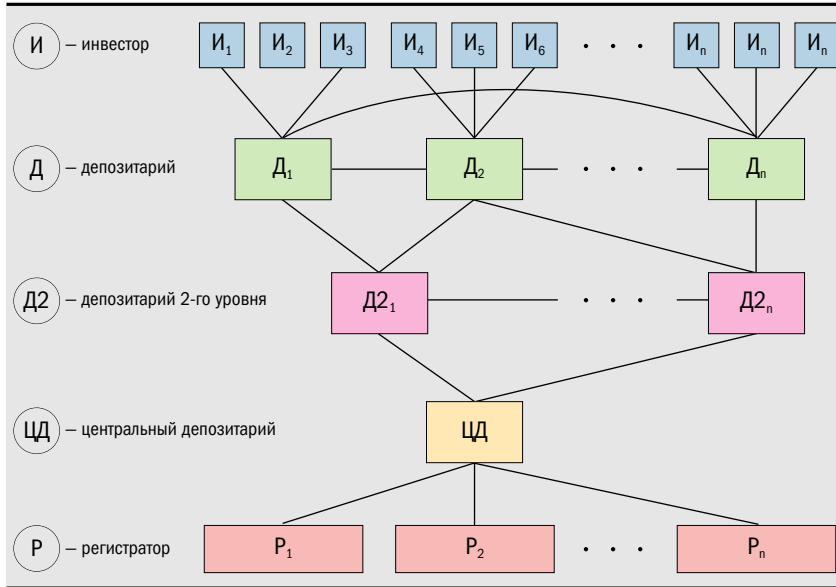
ме, т. е. к увеличению ликвидности рынка в целом.

3. Совместное развитие торговых и расчетных систем станет ядром кристаллизации взаимоотношений на рынке капиталов России, сдвинет рынок с точки неустойчивого равновесия бесконечного поиска путей развития и направит по цивилизованному пути, следуя текущим потребностям и возможностям его участников.

4. Создание расчетных центров по ценным бумагам для внебиржевой тор-

вых, учетных и расчетных систем, то мы увидим в нем элементы рассматриваемых выше вариантов создания системы расчетов по ценным бумагам. К сожалению, эти элементы пока используются в стихийно складывающемся порядке в отсутствие выработанной и четко реализуемой стратегии развития финансового рынка и его инфраструктуры. Реализация модели Центрального депозитария в условиях рынка бездокументарных ценных бумаг имеет смысл только в случае создания системы расчетов по ценным бумагам, сделки с которыми заключаются тем или иным способом на организованном рынке. Это предполагает установление взаимосвязей между всеми элементами инфраструктуры: регистраторами, торговыми системами, кастодианами и собственно расчетно-клиринговыми центрами. Региональный разрез финансового рынка в настоящее время не имеет значимого проявления, за исключением, может быть, Санкт-Петербурга, в том числе и потому, что в течение многих лет в деятельности государственных регулирующих органов необоснованно преобладает политика поощрения чрезмерной централизации расчетов. Тем не менее, помимо тенденции к универсализации существующих аналогов расчетных центров по видам инструментов и используемым моделям расчетов, одновременно проявляется тенденция и к их известной специализации по типам клиентов. Это сохраняет возможность реализации не только той модели расчетов, которая предлагается в концепции закона «О Центральном депозитарии» (рис. 3), но и многоэлементной системы расчетов, предложенной выше. ■

Рисунок 3. СИСТЕМА РАСЧЕТОВ СОГЛАСНО КОНЦЕПЦИИ ЗАКОНА О ЦД



ра приведет, с одной стороны, к поступательному развитию рынка (нарастающей концентрации спроса и предложения в торговой системе), с другой стороны, к нарастающей концентрации расчетов по наиболее торгуемым финансовым инструментам в расчетном центре или их систе-

говли представляется необходимым в среднесрочной перспективе.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Если обратиться к современному состоянию и направлениям развития торго-

РБ
РЫНОК
ЦЕННЫХ
БУМАГ
профессиональный журнал

Специальный номер

РЫНОК ДОЛГОВ. УКРАИНА

Выпуск 2. Май 2006 г.

Официальный
партнер:

УКРСИББАНК



Контактная информация: Пашкова Наталья, pashkova@rcb.ru, тел./факс: (495) 785-81-00