Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации

На правах рукописи

Индекс ББК
65.9(2Р)262.2
З-80

Золотарев Павел Валерьевич

Формирование торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры на российском рынке ценных бумаг

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель–
доктор экономических наук
М. Ю. Алексеев

Москва – 2001

ГЛАВА 1. ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА И ТЕНДЕНЦИИ ЕЕ РАЗВИТИЯ 10

1.1. Сущность инфраструктуры фондового рынка и ее роль в экономике 10

1.2. Функции элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг .. 18

1.3. Основные тенденции развития инфраструктуры фондового рынка 31

ГЛАВА 2. СТАНОВЛЕНИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА 49

2.1. Этапы формирования инфраструктуры российского фондового рынка 50

2.2. Особенности взаимодействия элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг в российской практике 64

2.3. Специфика услуг торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры на фондовом рынке России 87

ГЛАВА 3. НАПРАВЛЕНИЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА 99

3.1. Реорганизация структуры торговых и расчетно-депозитарных организаций 99

3.2. Механизм функционирования центрального расчетного депозитария 108

3.3. Методы управления расчетными и операционными рисками в российской практике 118

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 129

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 133

ПРИЛОЖЕНИЯ 146

Введение

Роль инфраструктуры в процессе развития фондового рынка России постоянно возрастает, так как увеличиваются требования инвесторов к точности и своевременности осуществления расчетов при заключении сделок с ценными бумагами, проведению операций по фиксации прав собственности, а также хранению ценных бумаг. Однако расширение спектра услуг, оказываемых организациями инфраструктуры, усложнение используемых технологий увеличивает вероятность возникновения нештатных ситуаций в процессе исполнения сделок.

Поэтому при разработке мероприятий по совершенствованию торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры российского фондового рынка необходимо определить оптимальный спектр услуг в совокупности с адекватными процедурами управления рисками при осуществлении сделок с ценными бумагами.

Российский фондовый рынок может стать привлекательным для инвесторов только при тесном взаимодействии всех элементов инфраструктуры, с учетом интересов российских и иностранных участников в рамках действующего законодательства, и должен включать механизмы защиты прав инвесторов.

Создание целостной и эффективной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг было затруднено из-за отсутствия единой концепции развития, несогласованности в управлении со стороны государственных ведомств, недостаточно сформированной законодательной базы. Это привело к тому, что отдельные сектора рынка, элементы инфраструктуры развивались неравномерно. В результате в России сложилась децентрализованная модель инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Для изучения перспектив развития российского рынка ценных бумаг в условиях постоянно изменяющейся конъюнктуры и мировых хозяйственно-экономических связей необходим всесторонний анализ становления элементов инфраструктуры фондового рынка, совершенствования механизма исполнения сделок, что обусловило выбор темы и направление исследования.

Степень разработанности проблемы. В зарубежной экономической литературе теоретические аспекты формирования инфраструктуры рынка отражены в работах Х. Зингера, П. Самуэльсона (значение инфраструктуры для развития рыночной экономики), Р. Коуза, О. Уильямсона (роль трансакционных издержек в экономике). Проблемы становления российской и мировой инфраструктуры рассматриваются в работах Миркина Я. М., Рубцова Б. Б., Сизова Ю. С., Тарачева В. А. (биржевые и внебиржевые торговые системы), Абрамова А. А., Агеева А. В., Аксеновой Г. В., Овчинникова В. В., Лауфера М. А., Черкасского Б. В. (анализ развития депозитарной деятельности на зарубежных фондовых рынках и внедрение перспективных технологий в российскую практику), Алексеева М. Ю., Петрова В. П., Соловьева Д. В., Томляновича С. А. (кастодиальные операции российских банков). Совершенствование регистраторской и расчетной инфраструктуры, определение стандартов их деятельности отражены в публикациях Жинкина А. Ю., Калинина М. В., Ланскова П. Н.

Анализ публикаций свидетельствует о том, что в них исследованы функции отдельных институтов инфраструктуры рынка, предложены рекомендации по совершенствованию стандартов и определенных технологий. В то же время перспективам развития торговых и расчетно-депозитарных систем с учетом динамично развивающихся процессов глобализации мировых рынков ценных бумаг, проблемам взаимодействия элементов инфраструктуры российского фондового рынка, вопросам развития приоритетных услуг, выработке методов управления расчетными и

операционными рисками уделено недостаточное внимание. Для повышения эффективности и упорядочения деятельности системообразующих инфраструктурных организаций необходимо разработать комплекс мероприятий по совершенствованию существующих механизмов их взаимодействия.

Цели и задачи исследования

Цель исследования состоит в разработке комплекса теоретических положений и практических рекомендаций по совершенствованию торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг.

Для достижения цели исследования поставлены следующие задачи:

- на основе анализа исследований в области теории и методологии выделить функции инфраструктуры фондового рынка и роль ее элементов в развитии переходной экономики России;
- выявить основные тенденции развития инфраструктуры зарубежных рынков ценных бумаг с целью использования этого опыта в российской практике;
- определить особенности взаимодействия элементов инфраструктуры российского фондового рынка;
- обосновать предложения по совершенствованию торговых и кастодиальных услуг организаций инфраструктуры фондового рынка в целях стимулирования активности инвесторов;
- разработать комплекс научных, методологических положений и практических рекомендаций по изменению структуры расчетно-депозитарных организаций;
- обосновать методы управления рисками в деятельности инфраструктурных организаций фондового рынка.

Объектом диссертационного исследования является торговая и расчетно-депозитарная инфраструктура фондового рынка России.

Предметом диссертационного исследования выступает деятельность системообразующих элементов инфраструктуры российского рынка ценных бумаг (торговые и расчетно-депозитарные организации).

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили труды зарубежных и отечественных ученых по проблеме формирования инфраструктуры фондового рынка и оптимизации ее работы, а также публикации по вопросам деятельности фондовых бирж, депозитариев, расчетных палат. Основной акцент ставился на изучении опыта стран с развитым фондовым рынком и становлении реальных рыночных отношений в процессе проведения российских экономических реформ в 1991-2001 гг. Работа выполнена в соответствии с пунктами 4.2 - 4.3 паспорта специальности «Финансы, денежное обращение и кредит».

При разработке и решении поставленных задач применялись общенаучные методы познания: системный подход, анализ и синтез, группировки, логический анализ теоретического и практического материала, обобщения.

Информационной базой диссертационного исследования послужили официальные статистические материалы; обзорные, справочные и нормативные данные Банка международных расчетов, Ассоциации профессионалов риск-менеджмента, Европейского центрального банка, Ассоциации европейских центральных депозитариев, Международной федерации фондовых бирж и др. При проведении исследования использовались отчеты по результатам торгов, публикуемые Некоммерческим партнерством «Фондовая биржа РТС» (РТС), Фондовой секцией Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр», Некоммерческим партнерством «Депозитарно-клиринговая компания»,

информационным агентством AK&M, а также материалы научных и научно-практических конференций и семинаров.

Научная новизна исследования состоит в решении научной задачи модернизации торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг. Элементы новизны содержатся в следующем:

1. На основе анализа и систематизации теоретических исследований инфраструктуры фондового рынка обобщены представления о ее функциях и роли элементов в условиях переходной экономики.
2. Выявлены тенденции развития инфраструктуры зарубежных фондовых рынков и их влияние на формирование рынка ценных бумаг в России.
3. Предложена классификация этапов становления элементов инфраструктуры российского рынка ценных бумаг и выявлены особенности взаимодействия этих организаций.
4. Научно обоснован комплекс мероприятий по реорганизации деятельности клиентских и расчетных депозитариев путем разграничения их функций, уточнен перечень услуг, предоставляемый данными организациями.
5. Разработана модель функционирования центрального расчетного депозитария, обоснованы выдвинутые в диссертации предложения по организации клиринга путем использования на внебиржевом рынке схемы расчетов на валовой основе по принципу «поставка против платежа».
6. Адаптированы механизмы управления расчетными и операционными рисками, используемые в зарубежной практике, для внедрения в деятельность российских организаций инфраструктуры.

Практическая значимость работы Основные положения, выводы диссертационного исследования ориентированы на использование специалистами в области рынка ценных бумаг.

Торговые системы, депозитарии могут использовать рекомендации, диссертации по управлению рисками, дополняя существующие технологии и повышая тем самым надежность исполнения сделок

В диссертационном исследовании выдвинуты рекомендации по совершенствованию персонифицированных услуг, что позволит клиентским депозитариям спектр используемых операций, определить целевые группы, тем самым получив возможность эффективно конкурировать с глобальными кастодианами.

ФКЦБ России и Банк России могут учесть полученные в данной работе выводы при проведении исследований отечественного фондового рынка, при разработке законодательных и нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг.

На основе аналитического и фактического материала диссертационного исследования возможна подготовка методической литературы для учебного процесса по разделу модификации инфраструктуры рынка ценных бумаг в России.

Апробация работы: научное исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации в соответствии с Единым заказ-нарядом (грантом) на тему: «Проблемы перехода России к рынку» (проект № 1.1.96Ф).

Основные положения диссертационного исследования используются в работе кафедры ценных бумаг Финансовой Академии при Правительстве Российской Федерации, а также применяются в практической деятельности АКБ «Автобанк», АКБ «Росбанк».

Материалы диссертации используются в преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Профессиональная деятельность

на рынке ценных бумаг», «Рынки ценных бумаг зарубежных стран», «Моделирование на рынке ценных бумаг» в Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Рекомендации диссертанта используются при консультировании инвесторов АКБ «Автобанк» в вопросах взаимодействия с клиентскими депозитариями и торговой системой, в операциях кредитования, связанных с куплей/продажей ценных бумаг, в исполнении корпоративных действий эмитентов при взаимодействии банка с реестродержателями.

Результатом внедрения рекомендаций диссертации в Депозитарии АКБ «Росбанк» стала модернизация методики кредитования под залог ценных бумаг, находящихся в клиентском депозитарии, доработка методических и инструктивных материалов. Предложенные в исследовании модели расчетов используются при конструировании программ исполнения сделок на внебиржевом рынке на основе принципа «поставка против платежа».

Публикации: Результаты исследования и выводы опубликованы в четырех работах автора общим объемом 1,7 п.л. Публикации без соавторства.

Структура работы: Объем диссертации составляет 156 стр. Диссертация состоит из трех глав. В первой главе подробно рассматривается сущность и составные части инфраструктуры фондового рынка, во второй анализируется практика функционирования организаций российской инфраструктуры и обосновывается необходимость реорганизации отдельных ее элементов, в третьей предлагается комплекс мероприятий по модернизации инфраструктуры фондового рынка России.

Глава 1. Инфраструктура фондового рынка и тенденции ее развития

1.1. Сущность инфраструктуры фондового рынка и ее роль в экономике

В условиях становления рыночных отношений в России изучение теории и практики функционирования инфраструктуры рынка приобретает особую общественную значимость.

На макроуровне рыночная инфраструктура обеспечивает поддержание оптимального режима воспроизводства и сбалансированного развития отдельных рынков. Появление инфраструктуры фондового рынка – еще один шаг в разделении и специализации общественного производства. С этой точки зрения развитая и разветвленная инфраструктура рынка ценных бумаг снижает уровень затрат в экономической системе. Инфраструктура способствует устойчивому развитию рыночных отношений, определяя направления и темпы экономических преобразований.

Экономическая литература последних лет характеризуется различными толкованиями, определениями и точками зрения на сущность, роль и место инфраструктуры фондового рынка в системе национального хозяйствования.

Ряд исследователей за отправную точку понятия инфраструктуры принимают данную К. Марксом во втором томе «Капитала» [72], где он раскрывает понятие торгового посредника как лица, снижающего издержки обращения и тем самым увеличивающего эффективность товарного производства: «...возможно, что купец (рассматриваемый здесь просто как агент превращения формы товаров, только как покупатель и продавец) посредством своих операций сокращает для *многих* производителей то время, которое они затрачивали на куплю и продажу».

В таком случае его можно рассматривать как машину, уменьшающую бесполезную затрату силы или помогающую высвободить время для производства. Он работает так же, как всякий другой, но содержание его труда таково, что он не создает ни стоимости, ни продукта. Он приносит пользу тем, что благодаря его деятельности менее значительная часть рабочей силы и рабочего времени общества затрачивается на эту непроизводительную функцию».

И далее Маркс обобщает «..при всех обстоятельствах время, затрачиваемое на куплю и продажу, является издержками обращения, ничего не прибавляющими к совершающим свое превращение стоимостям. Это– издержки, необходимые для того, чтобы превратить стоимости из товарной формы в денежную форму. Итак, существование капитала в форме товарного капитала и, следовательно, в качестве товарного запаса, вызывает издержки, которые считаются издержками обращения, так как они не принадлежат к сфере производства».

Инфраструктура посредством своей деятельности сокращает для участников рынка время совершения операций и издержки с ними связанные, то есть издержки обращения, тем самым освобождая ресурсы участников рынка для более эффективной работы.

В последующем это определило и конкретную экономическую область исследования инфраструктуры западными экономистами-теоретиками, как концепцию издержек, связанных с проведением трансакций в рамках общих условий развития общественного производства, имеющих цель создания благоприятных предпосылок для развития частного капитала.

По определению Р. Коуза [159] «трансакционная экономика есть междисциплинарная концепция, объединяющая правовую, экономическую и организационную науки». Вопросы, связанные с функционированием рынка, лежат в области оценки экономической и социально-экономической

эффективности, формирования правовой основы и разработки единых стандартов (т.е. решение организационной проблемы). Выделяют лишь самые общие их виды: издержки поиска информации, ведения переговоров, спецификации и защиты прав собственности. Так как они сложны в подсчете статистика трансакционных издержек отсутствует. По мнению экономиста–неоклассика О. И. Уильямсона [166], «аппарат теории трансакционных издержек по-прежнему достаточно скромен и нуждается в обогащении». Использование понятия трансакционных издержек в целом является перспективным направлением экономических исследований. Существует ряд работ по этой тематике [53, 74, 93].

Применительно к финансовому сектору, как отрасли хозяйства, можно считать все издержки трансакционными. Снижение удельной стоимости операций достигается за счет стандартизации документов, концентрации операций в специализированных организациях, составляющих инфраструктуру.

Термин инфраструктура (от лат. Infra – под, ниже и structure – строение, расположение) впервые нашел применение в исследованиях западных экономистов в 40-х годах XX века. По мнению П. Самуэльсона [106] основоположником введения в экономическую науку термина «инфраструктура» является американский исследователь П. Розенштейн-Розан, который впервые использовал его в конце 40-х годов в работе «Место и роль инфраструктуры в развитом и развивающихся обществах» [93]. Он дал трактовку возникновения инфраструктуры как потребности в формировании эффективной среды взаимодействия рыночных субъектов, необходимой для того, чтобы частная промышленность была в состоянии сделать первый рывок. П. Розенштейн-Розан включал в инфраструктуру «базовые отрасли экономики (энергетику, транспорт, связь), развитие

которых предшествует более быстро окупаемым и прямо производительным инвестициям».

Английский экономист А. Янгсон называет первооткрывателем данного термина Х. Зингера [159], употребившего в начале 40-х годов понятие накладной капитал (overhead capital) в своих работах. Появление в указанный период в монографиях западных экономистов термина инфраструктура было связано с анализом состояния и изложением теоретических проблем экономического развития вышедших из-под колониальной зависимости стран.

Х. Зингер выделял «прямопроизводительный капитал» и капитал «накладной». Развивая данное положение он пришел к выводу, что в странах, формирующих систему рыночных отношений, требуется соблюдать определенную стратегию в инвестиционной политике, способную вызвать «кумулятивный процесс» в развитии экономики. По его мнению, инвестиции в инфраструктуру должны в этих странах способствовать росту национального дохода, который в последующем будет стимулировать развитие экономики. Это отлично от инвестиционной политики развитых стран, где инвестиции направляются во все отрасли под воздействием регулирующего механизма рынка.

Приведенные термины по экономическому содержанию практически совпадают с формулировкой П. Розенштейн-Розана, сделанной несколько позже, и соответствуют понятию инфраструктуры общественного производства. Такого же мнения придерживался П. Самуэльсон, отмечая, что государство сознательно идет на инвестиции в инфраструктуру, так как «увеличение общественного вспомогательного капитала» - (social overhead capital) создает «неосязаемые выгоды, от которых нельзя ожидать денежных прибылей для частных инвесторов», так как «масштабы некоторых из них слишком велики для ограниченных рынков частного капитала, а другие

будут окупаться в течение слишком длительного срока, чтобы частные инвесторы очень ими интересовались».

Другую точку зрения высказывал А. Пизенти [107], считая, что «… классические капиталовложения, каких требует от государства капитализм, должны иметь своим объектом «общественные работы», т.е. создание того комплекса условий, который ныне именуют в мире инфраструктурой (дорожная сеть, транспортные средства, землеустройство, и т.д.). Эти работы сокращают накладные расходы капиталистических предприятий, т.е. улучшают экономическую среду, в которой те действуют, облегчая процесс обращения капитала…».

Сопоставление производства и инфраструктуры как функциональной подсистемы общественного процесса производства и категории экономики рыночных отношений позволяет сделать вывод, что инфраструктура по природе двойственна: отражает определенный процесс труда и увеличивает стоимость путем вложения капитала в эту сферу.

Интересен подход О. И. Уильямсона [166] к трактовке места и роли инфраструктуры. В своей концепции он разделяет экономическую теорию на парадигмы: “технологическую” и “институциональную”.

Технологическая (включая неоклассическую теорию) рассматривает объект через призму производственных функций и взаимосвязей. В соответствии с ней инфраструктура – это совокупность организационных, правовых форм, опосредующих движение фондовых ценностей. Функционально инфраструктура осуществляет правовое, информационное обеспечение, систему образования и научное обслуживание.

«Институциональная парадигма видит в объекте институт, организацию или сеть контрактов» [166]. В этом смысле инфраструктура выступает как совокупность институтов, предприятий, обслуживающих рынок и выполняющих ряд функций по обеспечению стабильного режима

его работы. Таким образом, рыночная инфраструктура представляет собой достаточно неоднородную систему учреждений, организаций, фондов, выполняющих разнообразные функции и относящихся к различным организационно-правовым формам. Отличительной чертой всех институтов инфраструктуры рынка является принадлежность к сфере нематериального производства. Их экономическая специализация – это оказание различного рода деловых услуг (business services): торгово-посреднических, финансовых, консультационных, информационных.

Первоначально научные исследования касались выяснения места, роли и состава инфраструктуры рынка только в развитых капиталистических и развивающихся странах. На определенном этапе дискуссионным был даже вопрос о правомочности использования этого термина для экономики социалистических стран. Со временем это точка зрения была пересмотрена, поскольку очевидной стала проблема снижения темпов экономического роста и их связи с неразвитостью инфраструктуры.

Отечественная экономическая литература последних лет отражает многообразие мнений о сущности, роли и месте рыночной инфраструктуры в системе национального хозяйствования.

В работе Я. М. Миркина [82] «Ценные бумаги и фондовый рынок» инфраструктура фондового рынка разделяется на а) правовую; б) информационную (финансовая пресса, специализированные базы данных по ценным бумагам); в) регистрационную сеть; г) депозитарную и расчетно-клиринговую сеть. Инфраструктура выделена как отдельный компонент рынка наряду с органами государственного регулирования и надзора, а также саморегулирующимися организациями.

В. В. Овчинников в своей работе «Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг» [95] раскрывает понятие инфраструктуры фондового рынка как глобального инструмента защиты прав инвесторов от кризисов,

связанных с обвалом цен на акции, в которые вложены средства инвесторов. Подобная трактовка расширяет понятие инфраструктуры, включая в него и функции инвестиционных посредников.

Анализируя опыт развития мирового рынка ценных бумаг, В. А. Тарачев рассматривает в работе «Российский рынок ценных бумаг и механизмы привлечения инвестиций в народное хозяйство» [114] инфраструктуру в виде совокупности функционально связанных элементов, включая не только торговые и расчетно-депозитарные организации, но также инвесторов, эмитентов, брокерско-дилерские организации – всех участников инвестиционного процесса.

Основным показателем, характеризующим фондовый рынок, является его эффективность. Она оценивается по результатам хозяйственной деятельности, то есть затрагивает соотношение издержек и полученного дохода. Руководствуясь общепринятыми принципами определения экономической эффективности роль инфраструктуры фондового рынка можно оценить по следующим критериям:

- минимизация издержек для инвестора;
- снижение устраняемых рисков;
- контроль и смягчение последствий неустраняемых рисков.

Отметим, что речь идет не о внутренней эффективности инфраструктуры рынка ценных бумаг как замкнутого объекта, а эффективности для экономической системы в целом. Так как элементы инфраструктуры фондового рынка не являются организациями, приносящими прибыль, критерий максимизации прибыли не может быть использован для оценки экономической эффективности построения и использования инфраструктуры фондового рынка. Можно говорить только о снижении уровня издержек. Применяя допущения и методологические принципы теории трансакционных издержек можно определить

оптимальную с точки зрения экономической эффективности цепочку технологических процессов, составляющих основу обслуживания фондового рынка. Под издержками в контексте данной работы подразумевается:

- недополученная прибыль или прямые убытки, в которые включены информационные потери, связанные с возможностью ненадлежащего исполнения или срыва сделки;
- затраты, связанные с необходимостью проведения сверки ключевых параметров трансакции вручную или с использованием высокоавтоматизированных систем.

При прочих равных условиях, чем меньше уровень издержек, тем выше уровень эффективности. Рынок будет операционно эффективным, если торговля осуществляется с самыми низкими издержками, то есть трансакционные издержки являются минимальными.

Формирование инфраструктуры идет параллельно с развитием фондового рынка, ростом количества сделок. Поэтому надлежащим образом налаженная система торговли, клиринга, расчетов и поставки ценных бумаг позволит увеличить эффективность функционирования рынка ценных бумаг путем снижения количества срывов и некорректного исполнения сделок. Пока их число незначительно поддержание инфраструктуры обходится дорого и ее развитие сдерживается. В первую очередь, это касается гарантий исполнения заключенных сделок. Рост числа сделок повышает требования к скорости и точности проведения операций, что объективно приводит к трансформации инфраструктуры в самостоятельную подотрасль финансового хозяйства.

Для того чтобы оценить экономическую эффективность отдельного элемента инфраструктуры необходимо измерить экономию, возникающую в результате функционирования любого элемента. Например, возможно проведение количественной оценки для измерения экономической

эффективности введения единой информационной системы, обобщающей данные о спросе, предложении, доходности и других характеристиках ценных бумаг. Как до введения информационной системы, так и с началом ее использования сделки с ценными бумагами заключаются с одинаковой интенсивностью, но введение самой системы и обеспечение доступа к ней позволяет инвестору экономить время и денежные средства, ранее затрачиваемые на получение соответствующей информации.

Таким образом, элементы инфраструктуры обеспечивают максимальную эффективность и своевременность исполнения сделок, осуществляемых на рынках.

1.2. Функции элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг

Роль инфраструктуры рынка ценных бумаг в современной экономике наиболее полно раскрывается через ее функции в воспроизводственном процессе, среди которых, по нашему мнению, следует выделить следующие:

- снижение издержек при заключении сделок между хозяйствующими единицами, так называемых «трансакционных издержек»;
- упрощение или гарантирование выполнения достигнутых договоров (контрактов) и тем самым поддержание устойчивых связей между отдельными субъектами рынка;
- обеспечение стабильности и непрерывности процесса обращения ценных бумаг;
- снижение издержек при торговле ценными бумагами и услугами.

Институты инфраструктуры рынка ценных бумаг обособляются от других субъектов экономики тем, что предоставляют услуги по созданию

необходимых условий для заключения сделок между субъектами рыночных отношений и выполнения достигнутых соглашений. Отвечая смыслу, заложенному в названии, инфраструктура фондового рынка способна нормально функционировать только в условиях рыночной экономики. Централизованный или переходный характер экономики обуславливает гипертрофированное развитие одних институтов и практически полное отсутствие других, а также ограниченное выполнение существующими институтами инфраструктуры своих функций.

В целом рыночная инфраструктура представляет собой достаточно неоднородную картину учреждений, организаций, фондов, выполняющих разнообразные функции и относящиеся к различным организационно-правовым формам. Элементами, образующими инфраструктуру фондового рынка, являются торговые системы, клиринговые организации, депозитарии, расчетные палаты. Отличительной чертой всех институтов инфраструктуры рынка является принадлежность к сфере нематериального производства. Их экономическая специализация – это оказание различного рода деловых услуг (business services): торгово-посреднических, финансовых, консультационных, информационных.

Тем самым, элементы инфраструктуры рынка ценных бумаг обособляются от других субъектов экономики тем, что представляют услуги по созданию необходимых условий для заключения сделок между субъектами рыночных отношений и выполнения достигнутых соглашений по заключению сделок, определении обязательств, обеспечении их выполнения и закреплении права собственности на ценные бумаги, ставшие предметом сделок.

В исследовании под термином инфраструктура фондового рынка будет пониматься *совокупность торговых, расчетных, депозитарных организаций,*

обеспечивающих стабильное функционирование фондового рынка. Элементы инфраструктуры способствуют максимальной эффективности и своевременности исполнения сделок. Остановимся на этих организациях – элементах инфраструктуры фондового рынка подробнее.

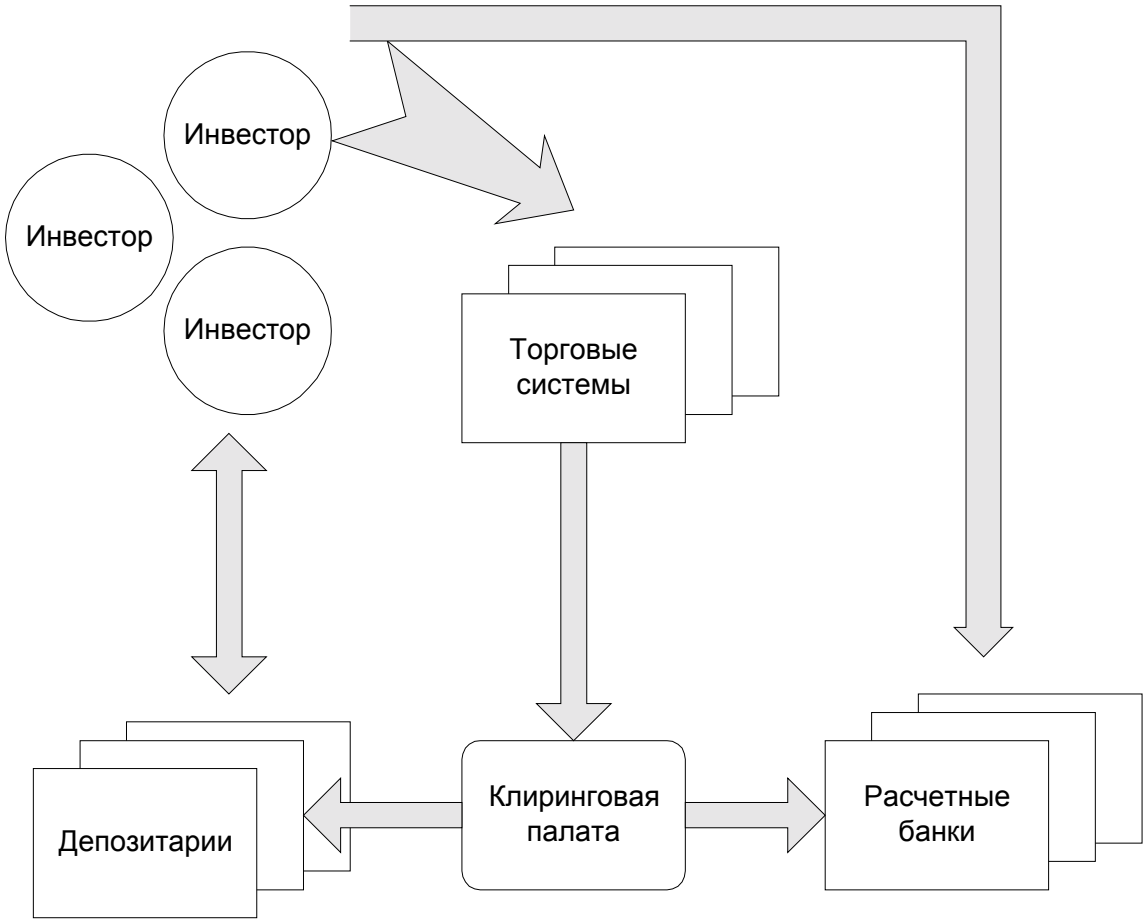

Рис. 1-1. Совокупность элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг

Координирующим элементом инфраструктуры фондового рынка являются организаторы торговли – торговые системы. Российское законодательство определяет их деятельность как «предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг»[*].

Исторически организаторы торговли разделились на биржевые и внебиржевые торговые системы [89]. Биржи как элемент рынка прошли

[*] Закон «О рынке ценных бумаг»

длительный процесс эволюции, в результате которого сформировалась современная структура и четко определились функции. Первоначально фондовый рынок формировался на базе биржевых организаций. Происходило учреждение отдельных фондовых бирж или организация самостоятельных отделов на существующих биржах. Они имели собственные органы управления и проводили отдельные торговые сессии.

Главными признаками биржевых систем являются:

- фиксированное место торговли (торговая площадка или телекоммуникационная сеть);
- процедура отбора ценных бумаг, допускаемых к обращению (система листинга);
- процедура отбора профессиональных участников фондового рынка, допускаемых к торговле в качестве членов бирж;
- централизованная системы регистрации сделок и расчетов по ним.

Указанные признаки постоянно конкретизируются и уточняются. Фондовая биржа является нормативным центром рынка ценных бумаг. Реализация данной функции осуществляется в зависимости от выбора модели построения национального фондового рынка.

Значение фондовых бирж как основных центров формирования и распространения информации постоянно возрастает. Фондовая информация представляет собой совокупность сведений о характеристиках движения ценных бумаг и изменениях их инвестиционных качеств, отражающих текущую конъюнктуру рынка. Этот блок информации включает в себя данные о ценных бумагах, их рыночной стоимости и величине оборота, а также о финансовом положении эмитентов и профессиональных участников рынка.

В работе Чалдаевой [125] отмечено, что европейская модель биржи, обладающая публично-правовым статусом, и, создаваемая по инициативе

органов государственной власти, изначально является объектом государственного регулирования. Биржи с частно-правовым статусом, соответствующие англо-американской модели рынка, представляют собой саморегулируемые сообщества профессионалов. Однако общая система регулирования рынка, включая вопросы государственного контроля, опирается, в первую очередь, на регламентацию биржевой деятельности.

Я. М. Миркин [82] выделяет следующие функции биржи: «…а) создание действующего рынка; б) определение цен; в) распространение информации о товарах и финансовых инструментах, их ценах и условиях обращения; г) поддержание профессионализма торговых и финансовых посредников; д) выработка правил; е) индикация состояния экономики, ее товарных сегментов и фондового рынка».

Выполнение биржами ценообразующей функции обеспечивает реализацию основного закона функционирования рыночной экономики – соответствия спроса и предложения. Цена фондовых инструментов выполняет роль положительной обратной связи, стабилизирующей экономическую систему. Она объективно включает в себя определение их текущей стоимости (спотовый фондовый рынок, рынок поставки реального товара) и индикативное определение стоимости фондовых инструментов в будущем (фьючерсный фондовый рынок). Кроме того, важную роль играет оценка финансовой надежности и финансово-экономического состояния профессиональных участников. Фондовые биржи предъявляют определенные требования к финансовому состоянию своих партнеров, квалификационные требования к сотрудникам и т. п.;

Операции с ценными бумагами осуществляются также на внебиржевом рынке. Стимулом к развитию внебиржевого рынка стал рост объема и качественное разнообразие ценных бумаг. Данному рынку свойственны: повышенный уровень рисков для всех участников, нерегламентированность

правил, слабая регулируемость, относительная информационная закрытость, а также более низкий профессионализм посредников.

Одним из основных различий биржевого и внебиржевого рынка является технология заключения сделок. На биржах факт заключения сделки фиксируется в центральном торговом компьютере. На внебиржевом рынке может быть несколько основных способов заключения сделок: устно (по телефону с записью переговоров на магнитную ленту), по факсу, по специализированным электронным сетям.

На развитых национальных рынках ценных бумаг в настоящее время достаточно четко определились место и роль внебиржевого сектора. В сферу внебиржевых операций попадает подавляющая часть первичных размещений эмиссий, а также вторичное обращение ценных бумаг, по своим параметрам не удовлетворяющих критериям допуска к биржевой торговле, то есть обладающих пониженными инвестиционными качествами. Достигнуты также существенные результаты в преодолении негативных черт внебиржевой торговли, в частности, контроля рисков, регламентации профессиональной деятельности и повышении квалификации сотрудников. Таким образом, внебиржевой рынок стремится обрести черты официального, приближаясь по своей сути к биржевому.

Заключение договора купли-продажи ценных бумаг в торговой системе инициирует процесс прохождения ряда этапов подтверждения и исполнения сделки. Если сделка заключена в биржевой системе, необходимой стадией ее исполнения является определение взаимных обязательств по результатам торгов или клиринг.

Клиринг не включает непосредственно переводы денежных средств или передачу ценных бумаг. Он предшествует денежным платежам и поставкам фондовых ценностей. Клиринговая система осуществляет

координацию всего дальнейшего процесса прохождения расчетов по сделкам с участием как депозитария, так и расчетной палаты.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» [3] клиринговой деятельностью признается: «сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним».

Услуги, предоставляемые клиринговой организацией, предусматривают: сверку условий совершенных сделок; осуществление зачета встречных требований; приобретение прав и обязательств участников.

Основным фактором, определяющим конкретный способ и процедуру вычислений обязательств, является избранный метод организации взаимозачёта встречных требований. В ряде систем, в первую очередь на внебиржевом рынке, не производится *встречного* зачёта требований. Каждая сделка исполняется отдельно от других в полном соответствии с теми параметрами, с которыми она была заключена. В этом случае на этапе клиринга по каждой конкретной сделке производится определение количества ценных бумаг, которое должен поставить продавец, и суммы денежных средств, причитающихся ему, с учетом сборов и налогов. Для покупателя по каждой отдельной сделке рассчитывается количество переданных ему ценных бумаг и сумма денежных средств, которую он должен уплатить контрагенту. Такой метод именуется *сделка за сделкой*. Общая схема представлена на рисунке 1.2

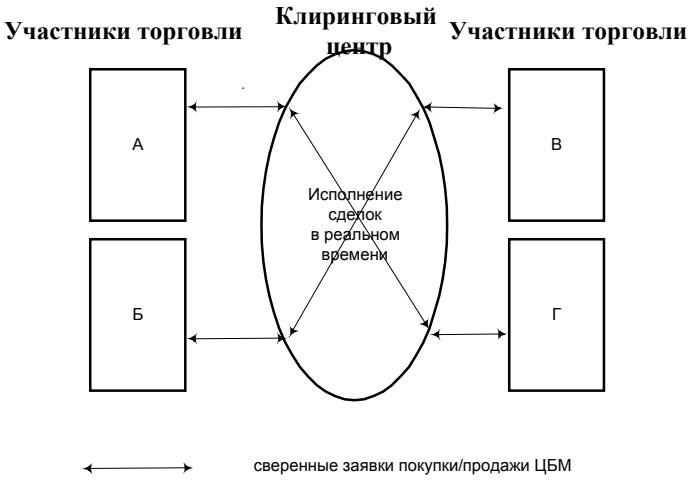

Рис. 1-2. Процесс проведения клиринга методом сделка за сделкой.

Значительное усложнение процедуры клиринга происходит, когда применяется взаимозачёт встречных требований. Этот метод практикуется на большинстве современных бирж. Его цель – снизить количество платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами той или иной биржи. Затраты участников на организацию и поддержание функционирования централизованной клиринговой системы оказываются меньше, по сравнению с их возможными накладными расходами на раздельное осуществление платежей и поставок по каждой конкретной сделке. Применение на этапе клиринга механизма многостороннего взаимозачёта с вычислением чистых позиций участников сделок называется *неттингом.* В условиях неттинга вычисление позиций начинается с подсчета дебиторской и кредиторской задолженности участника торгов по всем включаемым в расчёт сделкам и определяется конечное сальдо.

Сальдо встречных требований, определённое путем взаимозачёта, отражает сумму денежных средств или ценных бумаг, которые будут переданы по результатам клиринга. Этот процесс проиллюстрирован на рисунке 1.3

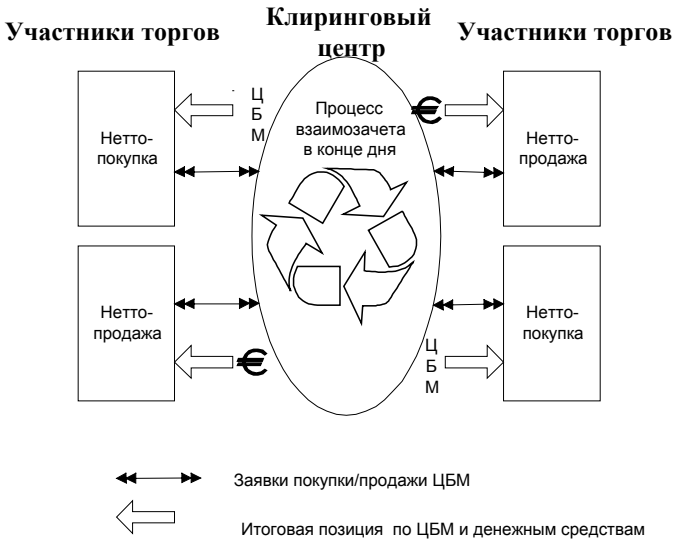

Рис. 1-3. Процесс проведения клиринга методом неттинга

Недостатком технологии многостороннего зачета является необходимость проведения клиринга по окончании торговой сессии. Данный метод целесообразно применять в торговых системах, круг участников которых не подвержен частой смене. Финансовое положение инвесторов должно быть стабильным, не влияющим на их платёжеспособность. В случае неплатежеспособности участника торгов требуется проведение повторного пересчета обязательств всех членов и компенсация убытков добросовестному участнику. Для предотвращения подобных ситуаций используют различные методы управления рисками. Все они в той или иной степени влияют на общую ликвидность рынка.

Расчетное обслуживание участников фондового рынка осуществляется специализированной кредитной организацией. В зарубежной практике она может предоставлять кредиты участникам сделок за счет специально созданных фондов [150]. Временно свободные денежные средства обычно размещаются в виде вложений в государственные ценные бумаги и хранении на корреспондентских счетах в центральном банке.

Центральный банк играет важную роль в развитии расчетных процедур. В странах с развитыми финансовыми рынками он сам выполняет

платежные функции, но степень его участия может быть различной. Рассмотрим два наиболее типичных варианта:

1) центральный банк не является стороной в расчётах; он только исполняет поручения биржевого клирингового центра, делая проводки по корреспондентским счетам банков-участников; сторонами в проведённых расчётах могут быть как сами банки-участники, так и клиринговые центры - в зависимости от применяемого способа клиринга;

2) прямое участие центрального банка в расчётах в качестве одной из сторон; этот вариант представляется наиболее отвечающим потребностям рынка в ближайшей перспективе. Он может применяться клиринговой организацией при многосторонних взаимозачётах требований и обязательств участников (неттинг); урегулирование позиций участников осуществляется против центрального банка, при этом средства должников он списывает в свою пользу на специальный промежуточный счёт и перечисляет деньги кредиторам.

Данная схема взаимодействия центрального банка с инвесторами пока не получила развития в России. Ее использование могло бы решить проблему контроля платежеспособности участников рынка со стороны клиринговой организации без осуществления предепонирования, что позволило бы повысить эффективность торговых операций.

С целью подтверждения прав собственности на ценные бумаги и учета правоотношений, в которые вступают участники фондового рынка, а также для надежного хранения сертификатов ценных бумаг организуются депозитарии. Учредителями и клиентами депозитария являются профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые хранят в депозитарии собственные ценные бумаги и бумаги своих клиентов, зарегистрированные на имя номинального держателя.

Термин “депозитарий” появился в России в начале 90-х годов после перевода “Рекомендаций группы 30” [150] – экспертов тридцати стран по вопросам расчетов. Клиентам депозитария открываются счета, на которых ценные бумаги учитываются в электронном виде. Переход права собственности на ценные бумаги фиксируется с помощью проводок по счетам. Физическое перемещение сертификатов по результатам сделок производится чрезвычайно редко. Дематериализация сертификатов ценных бумаг упрощает и ускоряет процессы их обращения, а также снижает возможные риски при осуществлении расчетов между продавцом и покупателем.

Основными функциями депозитариев являются: а) подтверждение прав кредиторов, закрепленных в ценных бумагах; б) подтверждение прав собственности на ценные бумаги как на имущество.

Наряду с основными депозитарии выполняют ряд дополнительных функций: осуществляют организацию передачи прав собственности на ценные бумаги («трансферты») и подтверждают разнообразные ограничения, связанные как с пользованием, так и с распоряжением ценными бумагами, наличием обременений и т.д.

В процессе исполнения своих функций депозитарии специализировались на депозитарном обслуживании торговых систем или переходили к инвестиционному консультированию. Соответственно в мировой практике закрепилось разделение депозитариев на расчетные и клиентские.

Российское законодательство не разделяет эти виды депозитариев. Только в докладе «О концептуальных подходах к месту и роли депозитарной деятельности на современном рынке ценных бумаг" [13], подготовленному в июле 1997 г. ФКЦБ, Минфином РФ и Банком России, депозитарии

формально делятся на два типа по их специализации. Однако этот документ носит пояснительный характер.

Впервые термин расчетный депозитарий упоминается в совместном письме Банка России и ФКЦБ №16-П г от 22 января 1998 г. "Об особенностях и ограничениях совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами с операциями по централизованному клирингу, депозитарному и расчетному обслуживанию". Согласно документу, профессиональный участник рынка ценных бумаг не может совмещать брокерско-дилерскую деятельность с указанными видами деятельности.

Расчетный депозитарий обслуживает организованные рынки ценных бумаг, депонентами которых являются, как правило, брокеры-дилеры, работающие в организованных торговых системах, имеющие договор на обслуживание операций, осуществляемых в этих торговых системах. Расчетные депозитарии не играют самостоятельную роль в структуре торговых систем – получение прибыли не является первоочередной задачей. Основная задача заключается в снижении издержек с целью создания привлекательных условий для своей торговой системы. Учитывая организационно-правовой статус расчетного депозитария как некоммерческого партнерства, а также масштабы деятельности, расходы инвестора на проведение базовых депозитарных операций минимальны, по сравнению с услугами клиентского депозитария.

Клиентским (кастодиальным) признается депозитарий, не обслуживающий организованные рынки ценных бумаг (торговые системы), клиентами которого являются инвесторы, не осуществляющие брокерской и дилерской деятельности.

В соответствии с рыночной практикой клиентские депозитарии, в свою очередь, делятся на два подтипа: с*пециализированные и неспециализированные.*

Специализированный клиентский депозитарий – не совмещает депозитарную деятельность с брокерской и дилерской. Он может выполнять функции головного регистрирующего депозитария. Организации, являющиеся регистраторами, по действующему законодательству относятся к этому подтипу, так же как депозитарии паевых инвестиционных фондов. В соответствии с «Положением о депозитарной деятельности в Российской Федерации» эта деятельность должна осуществляться отдельным подразделением юридического лица, для которого она является исключительной. Кроме того, депозитарная организация должна соблюдать процедуры, препятствующие использованию информации, полученной в результате своей деятельности, в целях, не связанных с указанной деятельностью, а именно, обеспечить строгое сохранение информации об остатках на счетах депонентов, ведущихся в депозитарии.

Неспециализированный клиентский депозитарий может совмещать депозитарную деятельность с брокерской и дилерской. На практике к этому подтипу относят так называемый "брокерский депозитарий", созданный внутри брокерской компании. К сожалению, появились депозитарии, где основные функции выполняют "бэк-офисы". Это допустимо в условиях неразвитого рынка, при обслуживании местных клиентов, но неприемлемо для крупных иностранных кастодианов. Поэтому структуры, претендующие на роль субдепозитария на российском рынке, должны выполнять требования надежного обеспечения сохранности депозитарной информации, ее обособленного хранения от общего массива информации, не связанной с депозитарной деятельностью.

Между данными видами депозитариев существует конкуренция за инвестора. Преимущество неспециализированных депозитариев заключается в предоставления брокерско-дилерских и депозитарных услуг. Однако в такой стратегии отсутствует стимул к разработке и предложению новых, нестандартных операций. Поэтому инвесторы, требующие индивидуального обслуживания (особенно иностранные), обращаются в специализированные организации, где депозитарная деятельность является приоритетной.

Таким образом, функции инфраструктуры рынка ценных бумаг проявляются в виде четкой и слаженной работы элементов, входящих в ее состав: торговых систем (биржевых и внебиржевых), клиринговых организаций, депозитариев, расчетных палат. При их взаимодействии осуществляется ряд финансово-правовых операций по определению взаимных обязательств контрагентов торговых сделок, содействию выполнения взятых обязательств, с последующей фиксаций прав собственности на ценные бумаги, ставшие предметом сделки.

Элементы инфраструктуры фондового рынка находятся в постоянном развитии, необходимом для обеспечения максимальных гарантий в процессе выполнении заключенных сделок купли-продажи ценных бумаг.

1.3. Основные тенденции развития инфраструктуры фондового рынка

Национальные рынки ценных бумаг формировались преимущественно как биржевые рынки. Многолетняя практика и опыт работы фондовых бирж подтверждают, что характерные особенности организации процесса торговли, присущие биржам, в наибольшей степени отвечают принципиальному требованию достижения максимального баланса интересов всех групп участников рынка ценных бумаг.

Развитие инфраструктуры определяется процессами становления фондового рынка, которые оказывают непосредственное влияние на формирование ее элементов. Элементы инфраструктуры эффективно функционируют только в условиях развитого национального рынка ценных бумаг, насыщенного разнообразными финансовыми инструментами, а также стабильной системы государственного регулирования и саморегулируемых объединений профессиональных участников рынка.

Это связано с ролью фондовой биржи как основы рынка ценных бумаг, где происходит концентрация и дальнейшее развитие технологии торговли фондовыми ценностями и других видов профессиональной деятельности: расчетно-клиринговой, депозитарной, регистраторской.

На фондовых биржах ряда стран стали внедряться электронные информационные и расчетные системы. В США была образована Федеральная электронная платежная система, обеспечивающая расчетные услуги для многих банков США. Все расчеты по денежным средствам, связанные с операциями по ценным бумагам, стали производиться через специальный клиринговый счет в Федеральном Резервном банке Нью-Йорка, открытый на имя крупнейшего депозитария – Depositary Trust Company. [138]

С этого момента в инфраструктуре рынка ценных бумаг начался активный процесс увеличения расчетных мощностей, создания распределенных баз данных, расширения электронных сетей, что положило начало развитию ряда тенденций, связанных с информатизацией. Развитие технологического обеспечения торговых операций составляет основу надежного функционирования фондового и денежного рынков. Обслуживанием инвесторов занимается гигантская индустрия: классические и электронные биржи, клиринговые дома, кастодианы, брокеры и дилеры, консультанты, провайдеры финансовой информации и т.д. Обеспечение их

деятельности само по себе дает толчок развитию рынка межсетевого и телекоммуникационного оборудования и программного обеспечения.

В процессе перехода финансовых рынков на новый вид обслуживания значительно возросла скорость оборота капиталов и «движения» рынков. Информация имеет ценность лишь при условии ее своевременного предоставления клиенту, так как запаздывание при передаче данных может оказать негативное влияние на принятие решений и исполнение приказов.

Гигантский внебиржевой рынок является одной из отличительных черт американской экономики. В большинстве других развитых стран внебиржевой оборот занимает более скромное место, а в некоторых из них торговля фондовыми ценностями за пределами биржи ограничивается или запрещается законом.

Основная внебиржевая деятельность осуществляется в рамках торговой системы НАСДАК, существующей с 1971 г. Пользователями системы являются брокерско-дилерские фирмы (3200 терминалов) и абоненты (200 000 терминалов).

Внебиржевой рынок США в лице системы NASDAQ по количеству сделок за последние годы опередил Нью-Йоркскую фондовую биржу – NYSE (см. рис. 1.4.). [148]

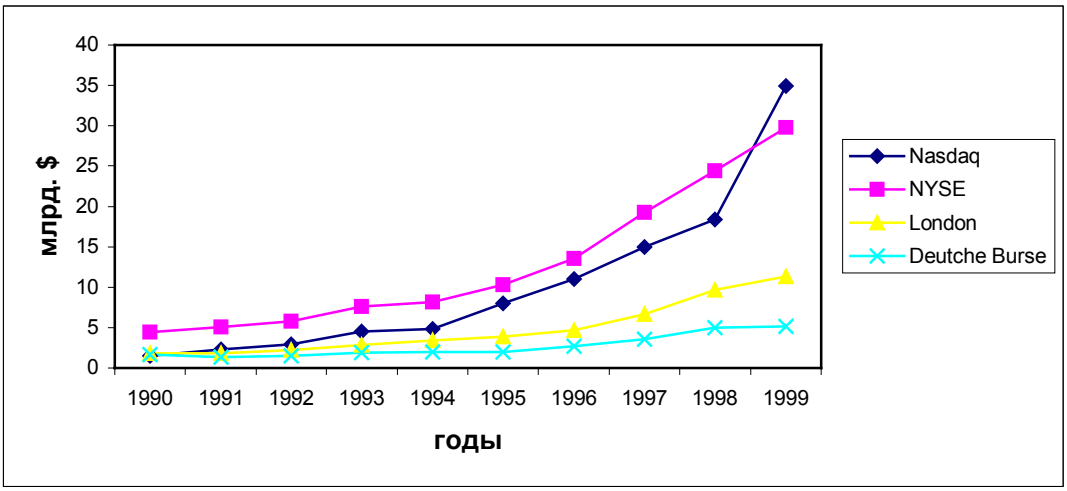

Рис. 1-4. Среднедневной оборот торгов ведущих фондовых бирж за период 1990-1999. Источник: FIBV 1999. www.fibv.com

Системы внебиржевого рынка достаточно разнообразны. Условно их можно разделить на информационные и торговые. Любая электронная система, используемая на рынке ценных бумаг, прежде всего является информационной. Электронные рынки ценных бумаг возникли значительно позже бирж – с появлением современных средств связи и информатики.

Все большее развитие получают электронные коммуникационные сети (ЭКС). Они создавались как среда для обработки и исполнения лимит-ордеров, которые не могут быть исполнены на биржевой площадке. Согласно правилам Комиссии по ценным бумагам США они обычно регистрируются как брокеры, но являются полноценными торговыми площадками, где «встречаются» и исполняются заявки. По состоянию на октябрь 1999 года в Комиссии зарегистрировано 9 сетей, через которые проходит около 30% сделок с акциями, котирующимися в NASDAQ.

Преимущество электронных сетей заключается в анонимности проведения сделок. Многие институциональные инвесторы используют эту возможность при покупке/продаже больших пакетов акций, так как появление их на рынке может вызвать изменение ценовой динамики.

Провайдеры финансовой информации и другие крупные центры обработки данных, включая он-лайн брокеров, сталкиваются с проблемой интеграции разнородной информации, заключающейся в поддержке современных технологий, объединяющих звук, изображение, данные по результатам торговли т.д. Электронная торговля постепенно стирает различия между брокерами и биржей. К настоящему времени электронные торговые системы стали почти полностью автоматизированными. В декабре 1998 года SEC ввела правила регистрации и функционирования альтернативных торговых систем (АТС), в которых происходит выставление, обработка и исполнение заявок. АТС могут регистрироваться в качестве

бирж или брокеров-дилеров. Для этого Комиссия по ценным бумагам США расширила определение биржи, включая и АТС.

Ко вновь образованным АТС, еще не набравшим достаточного числа участников, и, соответственно объема торгов, власти выдвигают минимальные требования. Такая торговая система должна зарегистрироваться как брокер-дилер, стать членом саморегулируемой организации, взаимодействовать с Комиссией, проходить регулярные проверки, публиковать описание структуры, технологий, хранить историю совершенных сделок, представлять ежеквартальные отчеты о деятельности.

Крупнейшей электронной сетью обслуживания институциональных инвесторов является Instinet. Она зарегистрирована как брокер-дилер и обеспечивает объем торгов порядка 170 млн. акций в день на сорока ведущих торговых площадках мира. Компания Reuters, владеющая сетью Instinet, за первое полугодие 1999 получила доход в размере 2,5 млрд. долл., что составляет 16% совокупного дохода и превышает рост прибыли, по сравнению с предыдущим годом на 23%.

Торговля ценными бумагами в электронных торговых системах позволяет устранить посредников (брокеров, дилеров, маркет-мейкеров, инвестиционных консультантов и других профессиональных участников), которые раньше имели исключительный доступ к торгам на бирже. Развитие глобальной сети Интернет помогает участникам фондового рынка осуществлять финансовые трансакции и инвестиции в экономику разных стран мира, используя минимальные аппаратные и программные ресурсы. Прослеживается тенденция формирования новых финансовых рынков и электронных банков, осуществляющих свою деятельность только через сеть Интернет. Например, швейцарская фондовая биржа, образованная в 1996 году, ориентирована только на электронную технологию торгов. Это

позволило ей за три года активной деятельности выйти на третье место в Европе по оборотам и спектру обращающихся инструментов [104].

Внедрение электронной системы торгов на традиционных биржах позволит сохранить свое преимущество в конкурентной борьбе с финансовыми институтами, функционирующими в сети Интернет. Так как только в этом случае останется на высоком уровне ликвидность рынка и объем торгов – главных параметров оценки их работы.

Массовый отток «консервативных» инвесторов с традиционных торговых площадок возможен лишь в том случае, если им будет предложена аналогичная ликвидность при существенно более низкой цене акций.

В отличие от США, в Европе инвесторы до последнего времени не проявляли особого интереса к компаниям, развивающим перспективные технологии. Однако с середины 90-х г. европейские страны стали создавать новые фондовые рынки для привлечения финансирования в перспективные компании. С 1996 г. в рамках этой программы начали действовать французская фондовая система «Нуве Марч» (Nouvea Marche) и EASDAQ – европейская система НАСД.

В последнее десятилетие перед инфраструктурой фондового рынка встал ряд новых задач, связанных с формированием интеграционных тенденций и, соответственно, выработкой иных условий функционирования в глобальном экономическом пространстве. В 2000 г. произошло слияние Парижской, Голландской и Бельгийской бирж в единую под названием EuroNext, на которой котируются ценные бумаги европейских стран. Принципы развития Европейской сети основаны на кооперации независимых бирж, доступности для ее членов других торговых площадок, перекрестном членстве и совместном владении сопутствующими услугами (включая платежную и расчетно-клиринговые системы); формировании общей депозитарной системы, унификации правил и технологий торговли (при

сохранении независимости), развитии спектра новых инструментов, ориентации на удаленный доступ.

В результате объединения формируется несколько европейских центров биржевой торговли, преимущество которых будет определяться степенью снижения издержек в работе на площадке и своевременностью расчетов. Конкуренция между биржами может превратиться в глобальную в случае слияния NASDAQ и EuroNext. Объединения такого масштаба вызывают необходимость изменения схем взаимодействия внутри торговой системы. Этот процесс предполагается проводить в несколько этапов. Первоначально осуществляют синхронизацию открытия и закрытия торгов на всех биржевых площадках. Затем решается задача централизованного проведения расчетов по сделкам, заключаемым в системах.

Международная финансовая интеграция связана с устранением барьеров между национальными рынками. Инвесторы имеют возможность купить или продать любые общедоступные акции на Токийской, Лондонской или Нью-Йоркской фондовых биржах в зависимости от того, где акции котируются в данный момент.

Нерезиденты обладают правом покупать ценные бумаги на национальных рынках, а некоторые ценные бумаги, выпущенные в той или иной стране, могут обращаться на зарубежных рынках посредством глобальных депозитарных расписок. Мировой опыт свидетельствует, что для принимающей страны инвестиции имеют ряд существенных преимуществ, по сравнению с другими формами международного экономического сотрудничества. Они способствуют эффективной интеграции национальной экономики в мировую, внедрению информационных технологий. Существенную роль в последнее десятилетие стали играть депозитарные расписки.

О значении и масштабах операций с депозитарными расписками свидетельствуют следующие факты: в настоящее время выпущено около 1.300 программ депозитарных расписок под ценные бумаги эмитентов из 50 стран, в том числе, спонсируемые программы составляют порядка 1000 от общего количества, из них котируются на биржах и в NASDAQ (спонсируемые депозитарные расписки второго и третьего уровней) около 500. В то же время количество эмиссий базовых иностранных ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке США, снижается, составляя не более 50. На конец 2000 г. оборот депозитарных расписок на биржах и NASDAQ составил 276 млрд. долл. [82].

Среди американских инвесторов, вложивших средства в иностранные бумаги, 53,7% приобрели ДР и только 2,7 % иностранные акции. Около 75% американских институциональных инвесторов владеют депозитарными расписками. Вопреки мнению о том, что депозитарные расписки выпускаются преимущественно на ценные бумаги компаний из развивающихся стран, среди активных участников программ депозитарных расписок преобладают эмитенты с развитых фондовых рынков: на акции эмитентов Великобритании приходится 17.3% всех программ депозитарных расписок, Австралии - 12.7%, Японии - 11,8%, ЮАР - 8,6%, Гонконга - 8,1 %, Мексики - 5.2 % [95]. За 2000 г. эмитентам ценных бумаг удалось привлечь через программы ДР (спонсируемые ДР третьего уровня и частное размещение) 14 млрд. долларов.

Выбор направления инвестирования активизирует деятельность участников рынка на конкретных торговых площадках, способствует открытию счетов в расчетных банках, депозитарно-клиринговых организациях и клиентских депозитариях. В связи с часто меняющейся обстановкой на фондовых рынках инфраструктурные организации вынуждены искать дополнительные стимулы для привлечения инвесторов,

что способствовало созданию нового уровня интеграции и упорядочению денежных расчетов по ценным бумагам.

Внедрение автоматизации позволило снизить сроки исполнения сделок. В настоящее время в качестве стандарта для всех организованных рынков принят период исполнения сделок на третий день (Т+3), который был рекомендован в 1992 г. Банком международных расчетов [131]. Это не относится к государственным и другим рынкам, действующим в настоящее время по принципу исполнения «в тот же день» или «на следующий день». Однако внедрение технологического цикла Т+3 было затруднено из-за предубеждения инвесторов и традиций рынка. Показателен пример США, где переход на новую систему осуществлялся в течение 5 лет.

В специально подготовленном докладе Федеральной комиссии США по ценным бумагам, получившем название Доклада Бахманна [156], давались оценки и анализ вводимой системы. В докладе указано, что доведение сроков исполнения сделок до Т+3, в общей сложности, должно уменьшить операционный риск инвестора в пределах США на 58%. Основное требование во время осуществления этих нововведений состояло в минимизации возможного ущерба для рынка. В других странах с развитым фондовым рынком, таких как Великобритания, Франция, Германия, переход прошел менее болезненно. Тем не менее, институциональные инвесторы по-прежнему нуждаются в достаточном количестве времени для оповещения своих агентов и подготовки денежных средств или ценных бумаг к моменту исполнения. В частности, запас времени необходим в связи с увеличением количества международных сделок. Поэтому организованные рынки (биржевой сектор) предлагают несколько вариантов урегулирования сделок, среди которых инвестор выбирает схему, удобную для расчетов:

- стандартная система расчётов (позволяет проводить расчёты по сделкам в период Т+3);

- расчёты в день совершения сделки;
- расчёты в реальном времени (не имеет временных рамок и поставка происходит в день, оговорённый сторонами).

Совершенствуются технологии организации внебиржевого сектора рынка. Большинство стран в этом сегменте рынка близки к проведению расчетов менее чем за день (t+1). Рисунок. 1.5. иллюстрирует динамику времени расчетов за прошедшие 5 лет на развивающихся фондовых рынках.

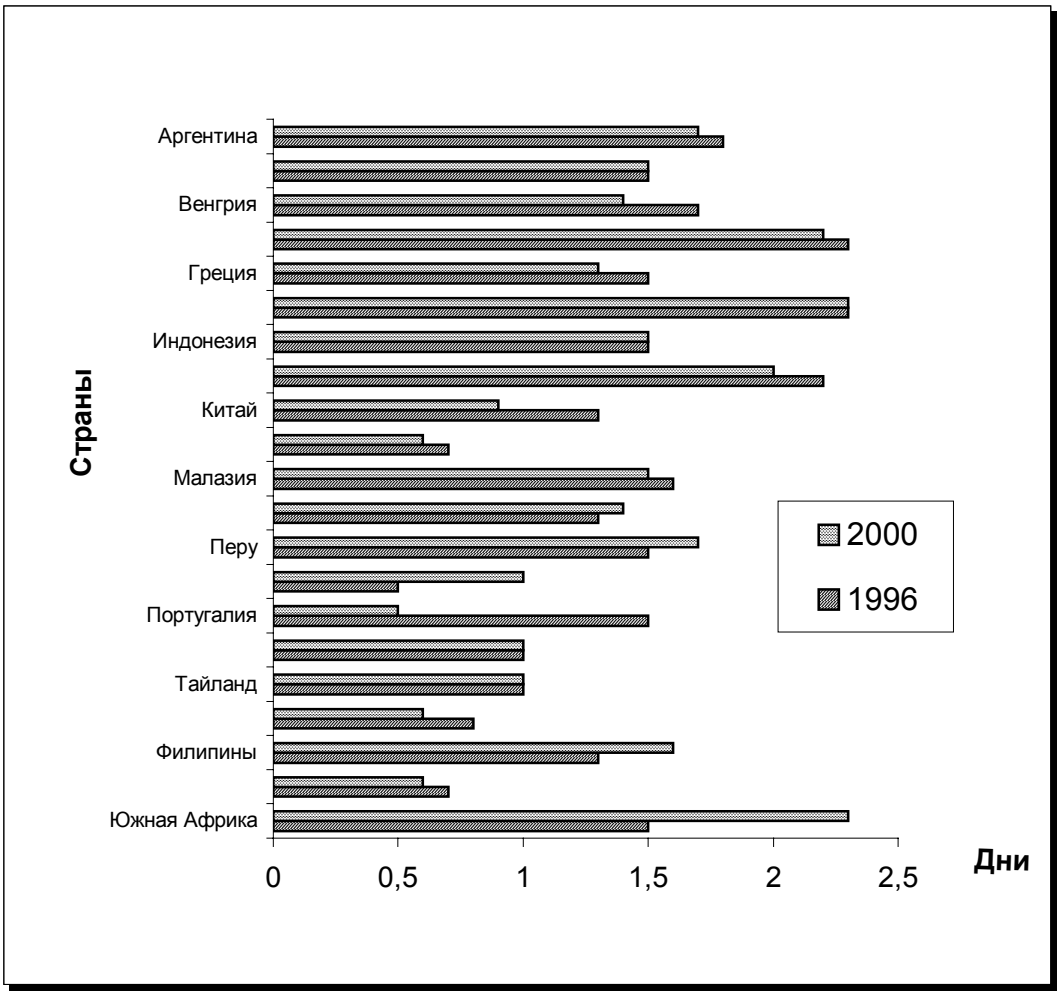

Рис. 1-5. Динамика времени расчетов на развивающихся рынках (1996-2000гг.)

Источник: Веб-сайт Asset Publ. 2000, www.assetpub.com

Различия в показателях объясняются более поздним введением новейших информационных технологий в расчетах обязательств и регистрации прав собственности, а также общими кризисными явлениями последних 3 лет в ряде стран азиатского региона. Таким образом,

внебиржевой сектор, на котором активно работают клиентские депозитарии (кастодианы), стремится не потерять своей привлекательности для инвесторов в скорости расчетов.

Расчетно-депозитарные элементы торговых систем требуют дальнейшего совершенствования моделей урегулирования обязательств с использованием механизма неттинга, или по методу сделка за сделкой, что, в конечном итоге, влияет на стабильность проведения взаиморасчетов, количество неисполненных сделок.

В среднем величина неисполненных сделок варьируется на развитых рынках от 1 до 5%, а на развивающихся (emerging markets) может доходить до 40% [144], то есть доля неисполненных сделок постоянно сокращается, чему способствует организация расчетно-депозитарной инфраструктуры.

Создание центральных депозитариев было рекомендовано стандартами Группы-30, предложенными в 1989г.[34] Большинство стран, включая европейские, к настоящему времени уже создали центральные депозитарии. (Обзор рекомендаций Группы 30 приведен в Приложении 1). Однако депозитарии формировались обособленно в каждой стране, стандарты синхронизации отчетных данных отличались друг от друга. Поэтому в целях выработки единых стандартов деятельности в странах Европейского Союза была образована Европейская ассоциация центральных депозитариев, объединившая 15 депозитариев.

Ассоциация считает необходимым сформировать европейскую депозитарную сеть, работающую в режиме реального времени. Основными элементами сети будут национальные центральные депозитарии, но взаимодействие между ними предполагается осуществлять согласно общей модели, по единым правилам и процедурам, что позволит построить сеть быстрее и с меньшими затратами. Выдержки из стандартов ассоциации приведены в Приложении 2.

Депозитарии предоставят своим клиентам единый доступ в сеть с целью совершения торговых операций с ценными бумагами, используя при этом уже существующие программно-технические и коммуникационные возможности депозитария. Хранение ценных бумаг может осуществляться в любом депозитарии, входящем в сеть.

Депозитарная сеть способствует работе центральных депозитариев в режиме реального времени с возможностью проведения межстрановых расчетов по принципу «поставка против платежа». Основой взаимодействия элементов служит заключение двусторонних договоров, что не является оптимальным вариантом для большого количества депозитариев. Депозитарии оставляют за собой право определения уровня тарифов и ассортимента услуг.

Продолжают работу два международных депозитария Cedel и Euroclear, с которыми поддерживаются двусторонние отношения всех членов ассоциации. В результате сложилась ситуация, когда объединение европейских бирж не сопровождалось аналогичными действиями в расчетно-депозитарной инфраструктуре – она оказалась фрагментированной.

Первыми организациями, оценившими преимущество единого рынка, стали международный депозитарий Cedel и немецкий центральный депозитарий Deutsche Burse Clearing, слившиеся в холдинг ClearStream. Это обозначило новую интеграционную тенденцию: *объединение расчетно-депозитарных организаций*.

Создание холдинга ClearStream в дальнейшем будет стимулировать сокращение расходов инвесторов в связи с объединением корпоративного рынка Германии и рынка облигаций Евросоюза в одну технологическую систему. Это увеличит ликвидность рынка за счет расширения номенклатуры обслуживаемых бумаг. Участник рынка сможет оперативно менять структуру своего инвестиционного портфеля, используя возможность торговли на ранее

недоступных рынках. Будут шире внедряться новые технологии, такие как расчет обязательств в реальном времени, что позволит снизить издержки холдинга по обслуживанию рынка. В таблице 1.1 приведены основные показатели деятельности участников холдинга ClearStream за первую половину 2000г.

Таблица 1-1. Показатели деятельности холдинга ClearStream за первую половину 2000

Показатель	**Cedel**	**Deutsche Clearing**	**Всего**
Активы на хранении (млрд. долл.)	2 045	4 926	6 974
Объем сделок (млн. долл.)	10,1	65,6	75,7
Количество ценных бумаг (шт.)	125 000	88 000	213 000
Число клиентов	2 000	400	2 400

*Источник:*ClearStream Press-Release 18.05.2000. www.clearstream.com

Укрупнение депозитарных организаций предоставляет участникам ряд преимуществ в управлении обеспечением, кредитованием и займами ценных бумаг. Участники рынка ежегодно тратят около 800 млн. долл. только на депозитарные и расчетные операции. Эффект снижения издержек может составить более 250 млн. долл. по акциям и облигациям, обслуживаемым в расчетном объединении CEDEL–Deutsche Clearing.

Появление крупного холдинга привело к созданию в Европейском Союзе конкурирующего объединения Euroclear/Sicovam, объединившего международный депозитарий Euroclear и французский центральный депозитарий Sicovam. Таким образом, тенденция интеграции депозитариев постепенно перерастает в другую – рост конкуренции на рынке расчетно-депозитарных услуг, что иллюстрирует таблица. 1.2:

Таблица 1-2. Соотношение исполненных сделок холдингами Clearnet и ClearStream

РДО	Ежегодный объем сделок (трлн.евро)	Ежегодное количество операций (млн.)
Euroclear/Sicovam	82,9	99,5
ClearStream	25,7	92

за 2000г.

Источник: Press-Release Euroclear 21.07.2000, www.eoc.com

Для повышения эффективности работы каждого из объединений необходимо привлечение других центральных депозитариев, что, в конечном итоге, еще более усилит конкуренцию за инвестора, разделив рынок на две половины. Решающую роль будут играть предпочтения торговых систем относительно кооперации с тем или иным расчетно-депозитарным консорциумом.

Усилия по созданию единого торгового пространства привели к уменьшению фрагментации рынка (см. рис 1.6).

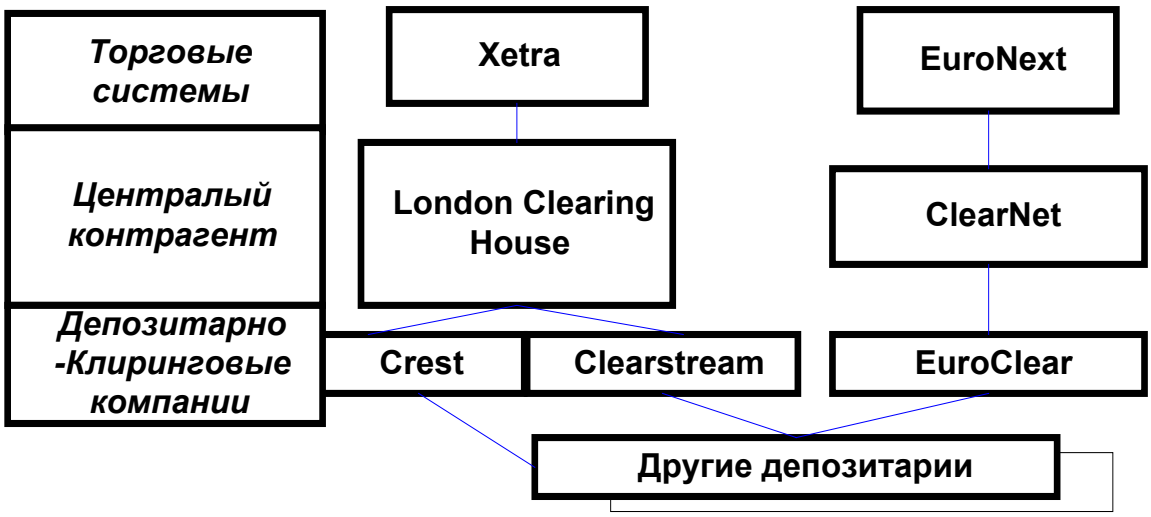

Рис. 1-6. Структура объединенных расчетно-депозитарных организации Европейского Союза

Тенденции глобализации наблюдаются также в секторе клиентских депозитариев. Происходит углубление специализации и уход с рынка организаций, имеющих высокие издержки. Так, RBS Trust и Bankers Trust передали свои подразделения Bank of New York и Deutsche Bank соответственно. Также не выдержал конкуренции JP Morgan, передавший свое подразделение Citibank.

Наиболее активно продвигают свои услуги такие банки, как State Street, Northern Trust, HSBC GIS, и Brown Brothers Harriman. Эти банки целенаправленно развивают комплекс инвестиционных кастодиальных услуг и наравне со стандартным и дополнительным ассортиментом предлагают новые: обслуживание производных ценных бумаг, взаимных и хедж-фондов.

Предложения инвестиционно-кастодиальных услуг крупными депозитариями в соседних странах постепенно вытесняют национальные депозитарии из конкурентной борьбы (рис 1.7). Особую роль играют иностранные депозитарии при осуществлении программ выпуска депозитарных расписок. Среди таких депозитариев абсолютным лидером по количеству обслуживаемых программ является Bank of New York. На этот банк приходится 56,4 % всех спонсируемых программ. Немного отстают Citibank - 24,9 % и Morgan Guarantee - 17,7% . [85]

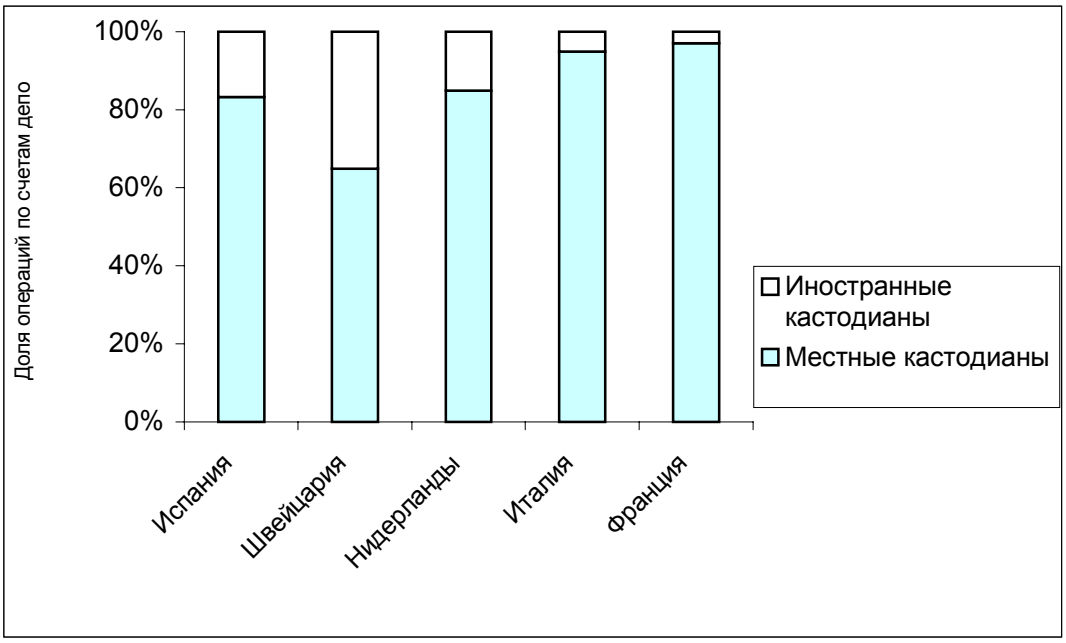

Рис. 1-7. Доля операций иностранных клиентских депозитариев по странам

Источник. Global Custodian Review. p.18., Asset Publ. 2000

Если национальные депозитарии не в состоянии противостоять давлению зарубежных кастодианов, то решающая роль должна отводиться законодательству, закрепляющему интересы национальных институтов.

Неблагоприятная рыночная конъюнктура, отсутствие необходимого уровня технического и консультационного обеспечения в национальных депозитариях приводит к тому, что данный сектор рынка переходит к иностранному депозитарию, при этом инвестирование средств происходит преимущественно в иностранные ценные бумаги.

Таким образом, основные направления развития инфраструктуры фондового рынка характеризуют следующие тенденции:

1) Объединение зарубежных торговых систем и создание межстрановых фондовых бирж. В результате формируются несколько центров торговли, преимущество которых будет определяться величиной издержек и своевременностью расчетов.

2) Слияние национальных и международных расчетно-депозитарных организаций. Вследствие этого увеличивается ликвидность рынка за счет

расширения номенклатуры ценных бумаг, упрощается управление залоговым обеспечением и кредитование ценными бумагами.

3) Образование сети центральных депозитариев, связанных с системой денежных расчетов в реальном времени. Это дает возможность осуществлять международные расчеты по принципу «поставка против платежа».

4) Развитие альтернативных торговых систем и активизация торговли ценными бумагами посредством Интернет, что позволяет устранить посредников, которые раньше имели исключительный доступ к операциям с ценными бумагами.

5) Расширение вариантов заключения и исполнения сделок, среди которых инвестор выбирает оптимальный для себя: *стандартная схема исполнения на третий день (Т+3); расчеты в день совершения сделки; расчёты по принципу сделка-за-сделкой в реальном времени.*В конечном итоге, усилия направлены на создание общего торгово-расчетного пространства, платежи и переводы в котором будут осуществляться в рамках одной системы. Это позволит существенно сократить трансакционные издержки инвесторов.

Отмечается рост международных финансовых потоков (банковских ссуд, эмиссий еврооблигаций и портфельных капиталовложений институциональных инвесторов). Изменения в биржевых и расчетно-депозитарных системах Европы становятся предпосылками динамичного роста рынков ценных бумаг и его перераспределение с американского сегмента. Рост биржевого рынка существенно отражается и на внебиржевом – клиентские депозитарии продолжают процесс централизации бизнеса. Укрепление курса евро делает европейских кастодианов более привлекательными для инвестора.

Тенденции глобализации инфраструктуры мирового фондового рынка находят отражение на российском рынке. Становление инфраструктуры российского фондового рынка представлено во II главе.

Глава 2. Становление инфраструктуры российского фондового рынка

Становление системы элементов инфраструктуры начала 90-х г. носило противоречивый и неупорядоченный характер. Смена форм собственности не учитывала особенности управления экономикой. Не было координации в работе различных государственных органов, определяющих политику в области рынка ценных бумаг. Отсутствовали федеральные законы, составляющие нормативно-правовую базу фондового рынка: процесс формирования инфраструктуры регулировался указами Президента, постановлениями правительства, ведомственными нормативными актами Минфина, Госкомимущества, Банка России. В это время была заложена основа торговой и расчетно-депозитарной систем в российской экономике.

Изучение эволюции инфраструктуры российского рынка, выделение этапов ее становления является необходимым условием выявления причин и предпосылок формирования взаимоотношений элементов инфраструктуры. Эффективность их взаимодействия определяется разнообразием и качеством услуг, предоставляемых специализированными организациями.

В основу предлагаемой периодизации развития инфраструктуры современного рынка ценных бумаг и выделения четырех этапов его становления были положены следующие критерии:

- виды преимущественно обращающихся ценных бумаг и эмитенты, которые выпускали данные бумаги;
- структура инвестиционного капитала, ориентированного на приобретение ценных бумаг на российском фондовом рынке;
- уровень развития инфраструктуры фондового рынка, определяющийся количеством его профессиональных участников, организацией процедуры регистрации сделок с ценными бумагами,

соотношением биржевого и внебиржевого рынков, развитием системы депозитариев и независимых регистраторов.

- уровень развития законодательства, регулирующего фондовый рынок.

2.1. Этапы формирования инфраструктуры российского фондового рынка

Первые шаги по формированию современной инфраструктуры рынка ценных бумаг в России были предприняты в начале 1991г, вслед за принятием Постановления СМ СССР "Об утверждении Положения об акционерных обществах" [4]. В этот период начали создаваться открытые акционерные общества, выпустившие свои акции в открытую продажу. Административные рычаги уже не могли обеспечивать должного перераспределения ресурсов. Это стало причиной возникновения многочисленных центров торговли товарами массового спроса, которые стали использовать в своем наименовании понятие биржа, тем самым открыв первый этап развития инфраструктурных организаций.

Первый этап. Биржи создавались в форме акционерных обществ. Из-за отсутствия регламентирующих документов о порядке проведения эмиссий они стали активно использовать продажу акций, а также брокерских мест. В рамках товарных бирж были созданы специализированные фондовые отделы, осуществлявшие сделки с ценными бумагами. Количество и объемы сделок быстро росли: в сентябре 1990 г. стоимость номинала акции Российской товарно-сырьевой биржи составляли 100 000 руб., в апреле 1991г. поднялась до 4 500 000 руб., а в октябре 1991 г. достигла 10 млн. руб. [73]

К середине 1991 г. номенклатуру торгуемых инструментов пополнили акции коммерческих банков, тем самым увеличив ликвидность фондового рынка. Фондовые отделы товарных рынков стали превращаться в

самостоятельные организации, появились фондовые биржи: Московская центральная, Московская международная, Российская фондовая, «Эстра», «Авекс» и пр. Полноценными биржевыми структурами эти организации назвать было нельзя. Они выполняли функцию «места встречи» продавцов и покупателей, так как отсутствовал блок депозитарных и клиринговых операций.[35]

К началу 1992 ликвидность рынка снизилась, стоимость биржевых акций упала на 50-70%. Некоторые из них начали предлагаться для продажи по ценам ниже номинала, но все равно не находили покупателей. Именно в это время началось вытеснение биржевого рынка внебиржевым и изменение самой структуры рынка, где участники, в основном банки, уже без помощи бирж стали проводить операции. В 1991-92гг. ряд банков выступил с инициативой создания организаций по урегулированию расчетов на внутреннем рынке. На основе некоторых из них предполагалось создать сеть депозитариев. Однако в связи с низкой капитализацией (менее 0,5 млн. долл.) иностранные инвесторы отказывались принимать участие в создании и дальнейшем использовании данной сети. Большинство российских банков также не было заинтересовано на тот момент в специализированных услугах по обеспечению исполнения сделок. Только после образования собственных финансово-промышленных групп, приобретая пакеты акций приватизированных предприятий, банки стали проявлять интерес к созданию инфраструктуры.

Второй этап. Процесс разгосударствления и приватизации положил начало второму этапу преобразований в сфере инфраструктуры рынка ценных бумаг. Точкой отсчета стал Указ Президента [6] “Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества”. Приватизация относится к числу важнейших направлений

рыночных реформ 90-х гг. в России. Она послужила основой для создания и развития рынка ценных бумаг предприятий различных отраслей промышленности страны, а не только финансового сектора.

Приватизационная программа вызвала необходимость в кратчайшие сроки создать правовую базу для первичного и вторичного обращения ценных бумаг в масштабах всей страны. Были подготовлены документы, регламентирующие обращение новых ценных бумаг (Указ Президента РФ «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» от 7.08.93. №1866 и Указ Президента РФ "О мерах по обеспечению прав акционеров" от 27.08.93 №1769). Эти документы определили роль специализированных организаций на фондовом рынке.

В соответствии с ними в стране должны были создаваться структуры по учету прав собственности – регистраторы. Однако особенности ваучерной приватизации наложили отпечаток на этот процесс. Контрольные пакеты акций оставались в руках работников предприятий, а позже переходили в собственность директорского корпуса. Руководители предприятий самостоятельно осуществляли регистрацию прав собственности на ценные бумаги, игнорируя положение Указа президента об ограничении функций регистратора на предприятиях численностью свыше 500 человек. Постепенно количество регистраторов росло, но они находились под контролем эмитентов, ставших учредителями новых структур.

Активизация инвестиционно-посреднической деятельности привела к созданию депозитариев. Как и фондовые биржи в свое время депозитарии начали создаваться в рамках уже действующих банков и инвестиционных компаний, имевших ресурсы для структурно-организационного развития. Одновременно с российскими участниками на рынке появились крупные зарубежные депозитарии-кастодианы, главным образом, для обслуживания

венчурных иностранных инвестиционных фондов. Период 1993-1994 гг. был наиболее свободным для российского фондового рынка: нормативные акты носили в большей степени рекомендательный и пояснительный характер в силу объективных причин начального этапа формирования рынка. Тем не менее, уже на ранних этапах становления инфраструктурных элементов стало заметно различие в степени развития депозитариев, реестродержателей и бирж.

Наибольшие сложности испытывали биржи. Значительную долю приобретенных акций приватизированных предприятий инвесторы выводили из дальнейшего обращения. По наиболее привлекательным акциям котировки на биржах выставлялись исключительно на покупку, соответственно ликвидность биржевого рынка стала снижаться, вторичный рынок бумаг не получил должного развития, банки стали переходить на внебиржевой сегмент рынка.

Реальным выходом из трудного положения стало появление новых высокодоходных спекулятивных инструментов–свидетельств о депонировании акций, активно рекламируемых в СМИ (АО МММ, АВВА, Система-телемаркет). Они возродили интерес к торговым площадкам, но в течение полугода суррогаты ценных бумаг привели к значительным убыткам. Выпуск суррогатов ценных бумаг окончательно уничтожил только появившиеся зачатки фондовой культуры. [35] К концу 1994–началу 1995гг. биржи потеряли доверие участников, пострадала репутация биржевой торговли. С целью сохранения фондового рынка необходимо было обновить биржевую систему страны. Поэтому очевидной стала потребность в построении эффективного и надежного механизма торговли с использованием новых доходных финансовых инструментов. Внимание инвесторов привлек рынок государственных ценных бумаг, организованный в начале 1994 года.

Третий этап. Проект создания рынка государственных ценных бумаг готовился несколько лет. Трудности в создании механизма государственного заимствования были связаны с тем, что практически все его основные компоненты приходилось создавать с нуля. В то же время отсутствие в России к середине 90-х годов развитой инфраструктуры фондового рынка открывало большие возможности выбора в процессе ее формирования наиболее передовых технологических решений, апробированных на мировых фондовых рынках, в максимальной степени учитывающих специфические условия России.

Поэтому первоначальная цель проекта состояла в отработке технологии выпуска, обращения и погашения обязательств, которая в дальнейшем могла использоваться для широкомасштабного заимствования государством средств на финансовом рынке. Технической базой реализации проекта на основе конкурса была выбрана Московская межбанковская валютная биржа, так как она имела успешно функционирующий расчетный банк валютной секции биржи и технологические связи с РКЦ Банка России. Введение в эксплуатацию в 1993-94 гг. первой принципиально новой торговой системы обозначило третий этап в становлении инфраструктуры фондового рынка России. Наиболее важной особенностью проекта стала универсальность, что позволило в дальнейшем реализовать его в Новосибирске, Нижнем Новгороде, Владивостоке и других крупнейших финансово-промышленных регионах России. Таким образом, фондовый рынок ММВБ стал единой межрегиональной системой торговли с равноправным доступом из любой точки.

Организация рынка государственных ценных бумаг позволила в дальнейшем решить ряд дополнительных задач:

- осуществление торговли корпоративными ценными бумагами;

- организация торговли финансовыми инструментами с удаленных рабочих мест;
- создание технической базы общероссийского рынка финансовых инструментов путем объединения региональных торговых площадок.

Одна из ключевых технологий, примененных в системе – введение электронной автоматизированной системы котирования и заключения сделок, которая в России ранее не применялась.

Заключение сделок в компьютерной системе сопровождалось фиксацией заявок и расчетом взаимных требований, в ходе которого биржа становилась контрагентом по всем операциям. Дальнейшее развитие системы торговли ММВБ включало в базовый технологический процесс дополнительные сегменты рынка. С июня 1995 года на основе доработанной версии торговой системы были начаты торги ОФЗ-ПК (облигации федерального займа с переменным купоном).

Параллельно с введением в обращение государственных ценных бумаг к 1994 г. на рынок вышли предприятия ведущих отраслей промышленности: ТЭК, черной и цветной металлургии, начавшие эмиссию ценных бумаг на втором этапе приватизации. Таким образом, одновременно произошли два качественных сдвига: во-первых, значительно увеличилось предложение ценных бумаг государством и предприятиями, и, во-вторых, возрос спрос на них со стороны иностранных инвесторов, банков и других финансовых структур, что стало результатом низкой доходности операций на валютном и кредитном рынках.

Большую роль играли ожидания быстрого экономического роста после завершения этапа разгосударствления предприятий. Предполагалось, что рынок в короткие сроки обретет высокую ликвидность и по своей

конъюнктуре будет напоминать американский внебиржевой рынок развивающихся компаний.

Поэтому основной упор был сделан на создание системы продвижения котировок, аналогичной NASDAQ, где котируются молодые компании. В итоге было решено создать в рамках Профессиональной ассоциации участников фондового рынка (ПАУФОР) информационную систему, участники которой добровольно обязались придерживаться взаимных договоренностей, правил информационной открытости и единого документооборота. Технической базой для обслуживания рынка акций была выбрана американская система продвижения котировок ПОРТАЛ, являющаяся одним из элементов NASDAQ. Ее модифицированный для России вариант представлял собой двустороннюю связь между пользователями, находящимися в своих офисах, и центральным сервером. В конце 1994 года систему установили в брокерских фирмах - членах ПАУФОР и были проведены пробные торги.

Первоначально ПОРТАЛ выполняла скорее информационные функции, так как большинство выставленных в ней котировок были индикативными, а потому необязательными к исполнению. И только в мае 1995 года индикативные цены были отменены и выставляемые в системе котировки стали обязательными для исполнения, начались регулярные торги акциями.

На смену ПОРТАЛ пришла Российская торговая система (РТС), ее терминалы появились в других городах. Система позволяла участникам в режиме реального времени выставлять котировки, получать оперативную информацию о состоянии рынка и заключать сделки. Однако ситуация стала развиваться в неблагоприятном направлении, когда ликвидные ценные бумаги энерго-сырьевых предприятий составили незначительную долю в общей торгуемой номенклатуре. Первые биржи превратились в площадку

нескольких эмитентов. Нехватка ликвидных инструментов стала одним из основных сдерживающих факторов развития всей индустрии.

В первое время в РТС твердо котировались обыкновенные и привилегированные акции семи эмитентов, позднее их число дошло до 130 эмитентов. Объемы ежедневных торгов в РТС возросли с 1,5 млн. долларов в сентябре 1995 года до 44 млн. долларов в сентябре 1997 года (см. рис. 2.1)

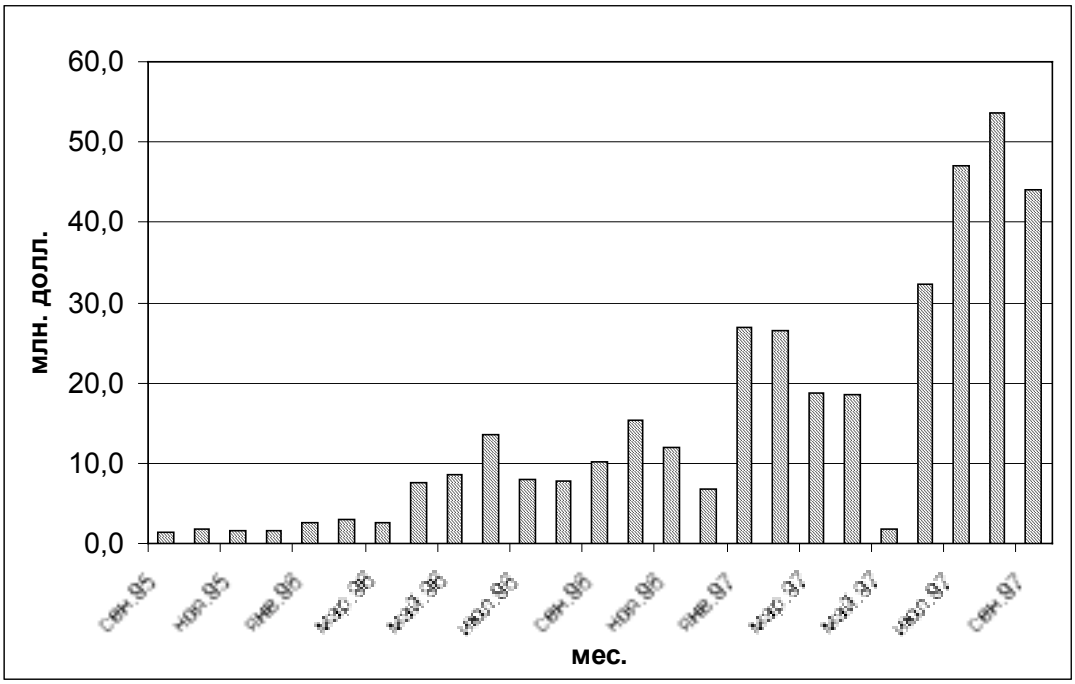

Рис. 2-1. Средний объем торгов за день в системе РТС за период 1995-1997гг. *Источник. Интернет сайт РТС.*

Будучи образована как дилерский рынок, РТС стала наиболее привлекательной для крупных иностранных институциональных инвесторов, стремившихся увеличить свое присутствие на растущем рынке. Таб. 2.1 показывает доминирование иностранных компаний в РТС в самый активный период ее деятельности – 1997г.

Таблица 2-1. Крупнейшие участники торгов РТС за 1997г.

Компания	**Доля в обшей торговле**
Тройка Диалог ИК	8%
Credit Swiss First Boston	6%
Восточная инвест. компания	6%
Ринако Плюс	5%
Rigent European Securities	4%
ING Eurasia	4%
Альфа-Капитал Брок	3%
Металлинвестбанк	3%
Brunswick Warburg	3%
UCB	3%
Российский кредит	3%

Источник: Интернет-сайт РТС, 1998 г.

Крупных иностранных инвесторов устраивала возможность заключения сделок, минуя необходимость удержания налогов и конвертации валюты – все сделки совершались компаниями, зарегистрированными в оффшорных зонах в иностранной валюте. Российским структурам пришлось принять сложившиеся условия торговли и использовать аналогичные схемы.

Вследствие этого становление биржевого рынка происходило медленно. Его развитие затрудняло также отсутствие доступной информации о финансовом состоянии участников торгов, а биржевая система работоспособна только в странах с прозрачным рынком. Степень недоверия к контрагентам в России высока, поэтому участниками РТС применялись специальные методы, позволяющие уменьшить риск неисполнения сделок. При проведении торговых операций крупными компаниями использовался

метод выставления лимитов контрагентам. Совершение сделок крупной и мелкой компаниями сопровождалось использованием метода предоплаты. Однако применявшиеся механизмы оказались малоэффективны в случае макроэкономических событий, приводящих к уходу с рынка крупных иностранных инвесторов. При этом терялось основное преимущество торговли на РТС для российских участников – высокая ликвидность.

С целью повышения ликвидности рынка ММВБ в 1996 г приступила к адаптации торгово-расчетного комплекса рынка государственных ценных бумаг к потребностям рынка акций, сохранив механизм резервирования активов. В марте 1997 г. начал работу корпоративный сектор фондовой секции ММВБ.

Гарантированное исполнение сделок, небольшой размер стандартного торгового лота, гибкая система тарифов позволила привлечь средние, мелкие банки и компании. Постепенно рынок ММВБ по объему торгов стал приближаться к РТС (см. рис. 2.2).

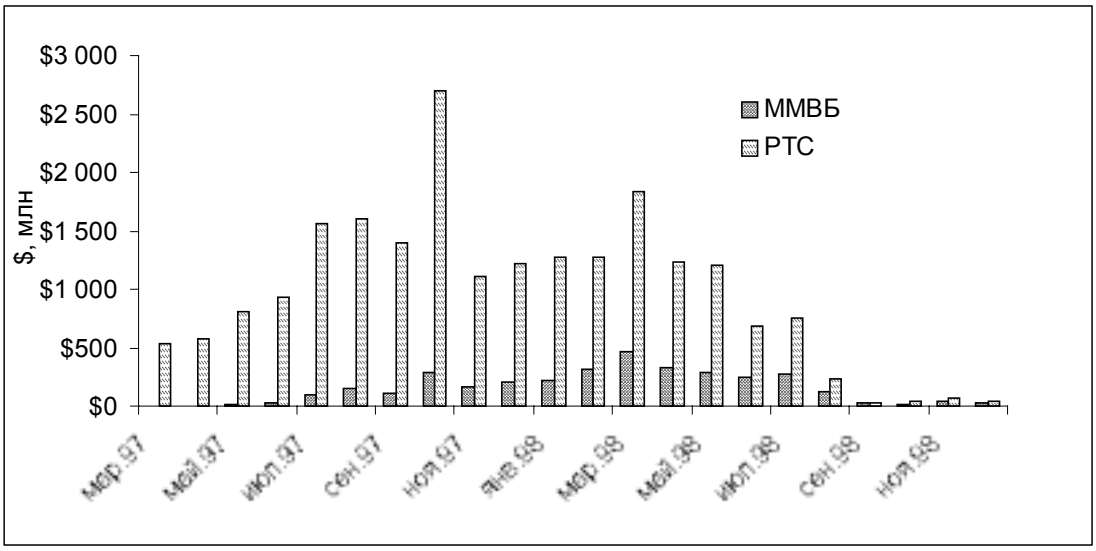

Рис. 2-2. Среднемесячные объемы торгов акциями на РТС и ММВБ за период 1997-98гг. *(рассчитано по данным РТС и ММВБ)*

Впервые на российском рынке появились две конкурирующие системы, хотя состав участников торгов был разным. На РТС преобладали

нерезиденты, цены на акции выражались в долларах США. ММВБ позиционировалась как площадка для небольших российских банков и компаний.

Конкуренция торговых систем постепенно возрастала. В конце 1997 г. РТС приняла решение о формировании биржевой системы. Однако это требовало кардинального изменения всей структуры торговой системы, организации депозитария, клирингового центра и расчетной палаты, синхронизации действия покупателя и продавца в процессе исполнения сделки. В начале 1998 г. было достигнуто соглашение с Депозитарно-клиринговой компанией по осуществлению депозитарного обслуживания сделок в РТС. Одновременно с образованием депозитария начались работы по формированию расчетной палаты и клирингового центра. Кризис рынка ценных бумаг 1998 г. приостановил реализацию этого плана, отразившись на работе РТС, став причиной беспрецедентного спада объема торгов, а также на инфраструктуре российского фондового рынка в целом.

Кроме того, существенное влияние на развитие торговых площадок оказало противостояние основных *государственных органов регулирования фондового рынка:* Центрального банка и Федеральной комиссии по ценным бумагам. Эти органы занимали противоположные позиции по стратегии развития фондового рынка. Федеральная комиссия отстаивала «американский» путь развития, в котором преобладающая роль на фондовом рынке отводилась инвестиционным банкам. Вследствие того, что они были в составе основателей РТС, эта торговая площадка не встречала препятствий в работе со стороны Комиссии в вопросах лицензирования и надзора. Одним из учредителей ММВБ был Центральный банк России, поэтому возникли сложности в получении лицензий Комиссии на клиринговую и депозитарную деятельность.

Подобное противостояние возникло в октябре 1996 г. при обсуждении Постановления о лицензировании профессиональной деятельности №26, которое отказывало банкам в осуществлении депозитарной деятельности. Учитывая практику работы большинства депозитариев в рамках кредитных организаций, подобное решение вызвало реальный кризис на рынке, так как существующие брокерско-дилерские компании не могли удовлетворить возросший спрос на депозитарные услуги вследствие своей малочисленности. Данная ситуация показала, что действия органов государственного регулирования, осуществляемые без консультации со всеми участниками, могут оказать отрицательное влияние на работу рынка.

Этап 4. Восстановление после кризиса

С осени 1998 начался четвертый этап развития инфраструктуры. Кризис рынка ГКО, последовавшее за ним банкротство многих банков, поставили инфраструктурные организации в сложное положение вследствие следующих причин:

- рынок государственных ценных бумаг стал неликвидным. Рынок корпоративных ценных бумаг был отброшен к рубежу 1996 г; как следствие, резкое сокращение финансовых возможностей каждой в отдельности из перечисленных выше групп по финансированию создания и развития инфраструктуры российского рынка ценных бумаг;
- резкое повышение требований инвесторов к надежности и эффективности расчетов на рынке ценных бумаг;
- участники рынка ценных бумаг в полной мере столкнулись с проблемой неготовности правовой системы к разрешению сложных вопросов на фондовом рынке, возникших после августовского кризиса.

Сокращение клиентской базы привело депозитарии к необходимости искать дополнительные средства привлечения клиентов, в основном, ценового характера.

Понесли потери и торговые системы. Сократился оборот по ценным бумагам из-за сокращения числа участников и снижения их активности. Наиболее значительные изменения конъюнктуры произошли в РТС (см. рис. 2.3).

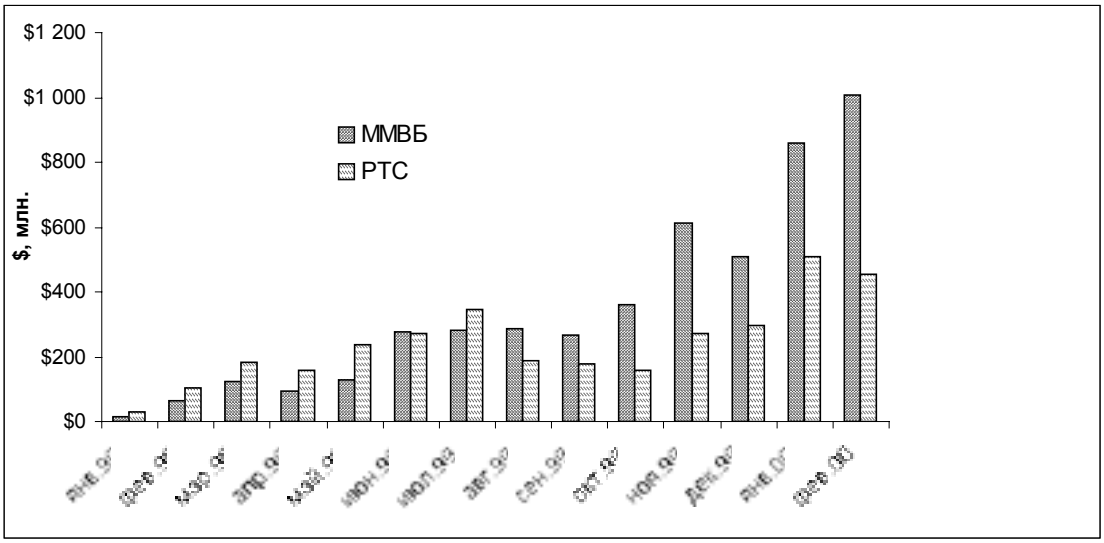

Рис. 2-3. Среднемесячные объемы торгов акциями на ММВБ и РТС за период 1999-2000. (*рассчитано по данным РТС и ММВБ)*

Кризис рынка в связи с уходом нерезидентов, волна отказов от оплаты и поставки ценных бумаг ускорил введение системы гарантированного исполнения сделок, превращая обычную систему котирования в биржевую путем внедрения механизма поставки против платежа для дилерского рынка. РТС закончила создание двухуровневой биржевой системы:

а) для крупных компаний и банков используется традиционный метод свободной поставки и ППП;

б) для мелких компаний организована система торгов, аналогичная ММВБ, с отсутствием ограничений на минимальный и нестандартный лот и отказом от анонимности контрагентов.

С середины 1999г. обе системы начали свою работу. Дополнительным способом увеличения ликвидности рынка РТС стало включение в перечень торгуемых инструментов акций ОАО "Газпром". Это стало возможным за счет реализации совместного проекта с фондовой биржей "Санкт-Петербург",

позволяющего членам РТС осуществлять торговлю на бирже с использованием расчетно-депозитарной инфраструктуры РТС. Организатором торговли является биржа, технический доступ к торгам и клиринговое обслуживание обеспечивает РТС. Депозитарные услуги предоставляет Расчетно-депозитарная союз, расчетным банком является Расчетная палата РТС.

В целом можно сказать, что кризисные явления 1998 г. подтолкнули инфраструктурные организации к реформированию, предпосылкой чему стали:

- увеличение заинтересованности участников рынка в использовании услуг и технологий инфраструктурных организаций, обеспечивающих экономию трансакционных издержек и сокращение сроков совершения операций;
- ускорение процесса концентрации и централизации среди инфраструктурных организаций депозитарной и регистраторской деятельности;
- прекращение прямого вмешательство органов государственного регулирования в процесс конкуренции между инфраструктурными организациями, стала более актуальной необходимость усиления роли государства как регулятора рынка, призванного обеспечить поддержку добросовестной конкуренции и интеграционных процессов среди участников российского рынка ценных бумаг.

Таким образом, в процессе становления инфраструктуры российского фондового рынка выделен ряд этапов. Первый этап характеризовался появлением большого количества бирж. Однако недостаток финансовых инструментов, слабая техническая база, отсутствие других элементов инфраструктуры (депозитариев и клиринговых организаций) не позволили биржам реорганизоваться в полнофункциональные торговые системы. На

втором этапе появился новый элемент инфраструктуры – регистраторы. Созданные организации были зависимы от предприятий-эмитентов, что осложняло финансовый контроль со стороны внешних акционеров. Третий этап характеризуется появлением на рынке ценных бумаг нового крупного эмитента в лице государства. Этот период стал ключевым для развития торговых систем – были образованы ММВБ и РТС. Первоначально ориентированные на разные сегменты рынка, они постепенно стали конкурировать между собой. Появление торговых систем потребовало создания депозитарных организаций, объединенных в сеть. Четвертый этап, вследствие кризиса 1998г., стал переломным в развитии инфраструктуры. Произошло изменение состава участников рынка из-за ухода части банков и инвестиционных компаний, вследствие чего увеличилась конкуренция среди торговых систем и депозитариев за оставшихся инвесторов. Это отразилось на взаимодействии элементов инфраструктуры.

2.2. Особенности взаимодействия элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг в российской практике

Становление элементов инфраструктуры российского рынка ценных бумаг было обусловлено процессами интеграции и специализации, повлекшими за собой образование торговых и расчетно-депозитарных холдингов, центральным сегментом которых стали торговые системы. Анализ структуры и функционирования холдингов позволил выделить три основные модели, на основе которых строилось взаимодействие элементов инфраструктуры.

Модель 1. Торговая система совмещает функции депозитария и клирингового центра. Использование этой модели биржевой торговли полностью устраняет риск срыва или ненадлежащего исполнения сделок за счет правил и процедур, установленных биржей. При этом торговая система контролирует весь объем находящихся в обращении ценных бумаг данного выпуска; клиринговая палата оценивает уровень чистых позиций в течение торговой сессии и расчетного периода и при достижении участником установленного предела налагает ограничения на его дальнейшие операции. Подобная схема была характерна для российского рынка на раннем этапе становления, когда ММВБ только начинала формирование рынка государственных ценных бумаг.

Модель 2. Торговая система включает в себя только клиринговое подразделение. Функции депозитария и расчетной палаты выполняют специальные организации, образованные с участием торговой системы. Ценные бумаги перед продажей депонируются на счете брокера в депозитарии. В торговую систему поступают электронные заявки брокеров. В течение торговой сессии или в день исполнения сделки торговая система, выполнившая заявку, передает в депозитарную и клиринговую организацию информацию о всех заключенных сделках. Данная схема иллюстрирует структуру построения ММВБ и РТС.

Модель 3. Торговая система взаимодействует с депозитарием, клиринговой организацией и расчетной палатой. Депозитарий сохраняет в электронном виде информацию о состоянии счетов участников; клиринговая палата производит расчеты итоговых операций по денежным средствам и ценным бумагам, используя методику многостороннего зачета. Расчеты осуществляются методом непрерывного зачетного исполнения.

Существуют два типа данной модели:

- 3а) функции депозитария и клиринговой палаты выполняет одна организация;
- 3б) депозитарий и клиринговая палата– самостоятельные организации.

Модель 3а реализована на российском рынке при создании Расчетно-депозитарного союза – депозитарно-клиринговой организации Московской фондовой биржи. Общая структура современных российских биржевых систем представлена в таб. 2.2

Таблица 2-2. Структура российских биржевых систем

Виды деятельности / Биржевой холдинг	ММВБ	РТС	МФБ
Определение обязательств (клиринг)	Выполняется биржей		ДРС
Депозитарные услуги	НДЦ	ДКК	ДРС, Газпромбанк
Расчетное обслуживание	РП ММВБ	РП РТС ABN Amro	Сбербанк
Модель взаимодействия	2	2	3

Особенности взаимодействия элементов инфраструктуры различных биржевых систем рассмотрим на примере деятельности ММВБ и РТС.

В работе ММВБ использован принцип предварительного автоматического контроля за соблюдением каждым участником торгов лимита нетто-позиции по отношению к системе. Превышение лимита позиции (размера риска), установленного для него расчетной палатой и депозитарием, невозможно. Это позволяет осуществлять контроль за деятельностью участников торгов в реальном времени.

При проведении торгов используется автоматическая электронная система. После введения участниками заявок на продажу или покупку идет автоматический поиск встречных заявок, удовлетворяющих взаимным

требованиям. Для принятия решения система предоставляет широкий спектр общей информации по каждому финансовому инструменту в режиме реального времени:

- текущую наилучшую цену покупателя / продавца;
- наилучшую цену покупателя / продавца за всю сессию;
- глубину спроса/предложения;
- цену открытия/закрытия.

При создании расчетно-клиринговой системы рынка ценных бумаг на ММВБ были использованы методические разработки международных организаций, опыт зарубежных торговых и расчетных систем. Следует отметить практическую сложность внедрения международных стандартов, разработанных для клиринговых и расчетных систем развитых стран в российскую деловую практику. Это связано со следующими особенностями российского рынка:

- значительным уровнем операционных и кредитных рисков при проведении операций, что требует максимально возможной защиты от них, даже за счет ограничения возможностей ликвидности капитала;
- высокими инфляционными ожиданиями при осуществлении непрерывного процесса расчетов в рублях для минимизации потерь участников;
- недостаточной законодательной базой по взаиморасчетам на рынке ценных бумаг и практической сложностью взыскания задолженности с неплатежеспособного участника системы, недостаточной финансовой базой расчетных организаций;
- отсутствием понимания со стороны участников рынка на введение мер по ограничению рисков неплатежей по схеме долевого распределения убытков.

Тем не менее, ряд принципов работы международных расчетно-клиринговых систем при создании российского фондового рынка удалось реализовать практически полностью. К ним относятся:

- внедрение системы многостороннего клиринга для рынков ценных бумаг с большими объемами сделок и высокой степенью взаимодействий между участниками, что может существенно уменьшить риски и издержки;
- использование механизма расчетов поставка против платежа;
- осуществление исполнения платежей по принципу «в тот же день»;
- введение механизма ссуд и займов для участников торговой системы, что является эффективным средством своевременного исполнения обязательств по сделке.

Наибольшие трудности были связаны с отсутствием правовых основ функционирования расчетно-клиринговых систем, что потребовало создания в короткие сроки специальной нормативной базы для рынка ценных бумаг. Инициативу по решению этой проблемы взял на себя Банк России, который в 1992 г. совместно с ММВБ апробировали систему электронных расчетов для участников торгов.

Внутренняя система денежных расчетов ММВБ позволила уменьшить операционные риски и создать процедуры взаимодействия на основе двухсторонних договоров участников торгов и ММВБ. Она была одобрена Банком России для рынка государственных ценных бумаг. Это позволило ММВБ обеспечить выполнение функций расчетно-клиринговой организации. Отсутствующие элементы инфраструктуры и технологии были разработаны ЦБР. Участникам рынка предоставили возможность заключать сделки в рамках электронной торговой системы, для расчетов использовать электронную депозитарную и денежную системы расчетов.

Ключевым вопросом в построении системы клиринга был выбор методов управления рисками. При этом учитывались следующие факторы:

- отсутствие полной информации о надежности контрагента, приемлемых стандартов отчетности и культуры раскрытия информации для проведения достоверной независимой оценки (рейтинга);
- неэффективность законодательных документов и судебно-арбитражной практики по вопросу взыскания задолженности с недобросовестного или несостоятельного инвестора;
- неустойчивое финансовое положение участников рынка.

Использование стандартных процедур управления рисками при наличии приведенных факторов являлось неэффективным. Поэтому было принято решение проводить операции с ценными бумагами на условиях предварительной поставки ценных бумаг и денежных средств участников рынка. Это обеспечило практически полное отсутствие кредитных рисков на биржевом рынке.

В существующем механизме проведения расчетов клиринговый центр ММВБ опосредует взаимоотношения депозитария и расчетной палаты. Общая схема функционирования клирингового центра ММВБ и его связи с другими институтами представлены на рисунке 2.4.

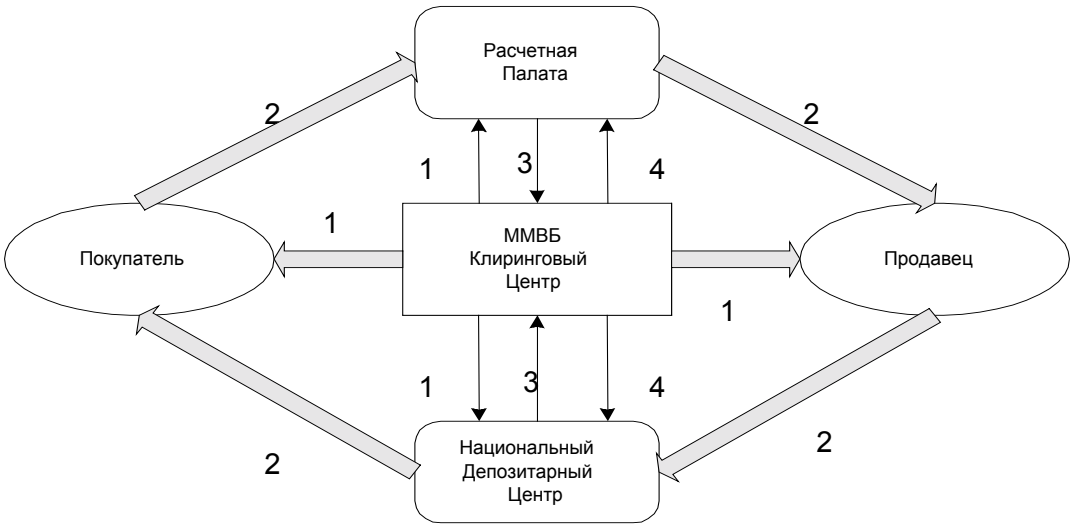

Рис. 2-4. Процесс проведения клиринга на ММВБ

На схеме представлена последовательность действий элементов инфраструктуры биржевого комплекса ММВБ.

1. *Предоставление участникам отчетных документов по их нетто-обязательствам. Пересылка расчетных документов в Расчетную палату и Национальный депозитарный центр.*
2. *Перевод денежных средств и ценных бумаг по счетам в Расчетной палате и Уполномоченном депозитарии (переводы остаются "условными" и "отзывными" до получения от ММВБ дополнительного распоряжения).*
3. *Пересылка на ММВБ отчетов об исполнении расчетных документов.*
4. *Передача в Расчетную палату и Национальный депозитарный центр дополнительного распоряжения (переводы становятся "окончательными")*

Таким образом, клиринговый центр координирует взаимодействие всех элементов, что позволяет бирже иметь полный контроль над активностью инвесторов. Подобная схема исключает кредитные риски биржи, но ограничивает участников торгов в оперативном переводе активов между торговыми площадками. Для организатора торговли эта схема

взаимодействия представляется оптимальной по причине низкой себестоимости, что стало причиной ее распространения на большинстве российских торговых площадок.

РТС в процессе конкуренции с ММВБ предложила схожие варианты расчетов. Традиционный для РТС метод осуществления сделок – свободная поставка. Сторонами подписывается договор купли-продажи, после чего производится перерегистрация ценных бумаг и оплата сделки в порядке, оговоренном в договоре. Перерегистрация осуществляется в депозитарии ДКК или в реестре. В большинстве случаев одна из сторон производит предварительную поставку ценных бумаг или оплату сделки, вторая сторона исполняет свои обязательства только после получения ценных бумаг или денежных средств от контрагента. Нововведением стала организация центра электронного оформления договоров (ЦЭД).

Данный вариант удобен для крупных участников рынка, хорошо знающих своих контрагентов. Для небольших компаний он дорог и менее надежен. (Рис 2.5)

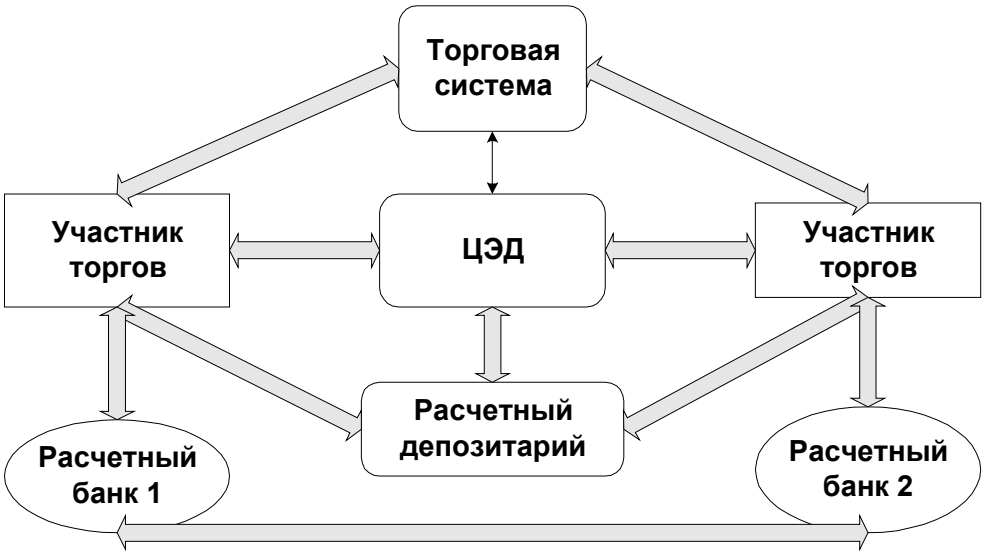

Рис. 2-5. Заключение сделок по методу свободной поставки в системе РТС

Для небольших компаний в сентябре 1999г. введена система предварительного депонирования активов и гарантированных котировок. Перед началом торговой сессии в РТС покупатель переводит на специальный счет в расчетном банке необходимое количество денежных средств, а продавец – соответствующее количество ценных бумаг в расчетный депозитарий. Во время торговой сессии эти счета находятся под управлением клирингового центра РТС. Перевод ценных бумаг и денег на счета продавца и покупателя осуществляется в момент заключения сделки. Подобная схема является привлекательной для средних и небольших банков, инвестиционных компаний за счет более низких тарифов на обслуживание, у которых торговля на ММВБ отнимает значительные ресурсы. Схема взаиморасчетов представлена на рис. 2.6.

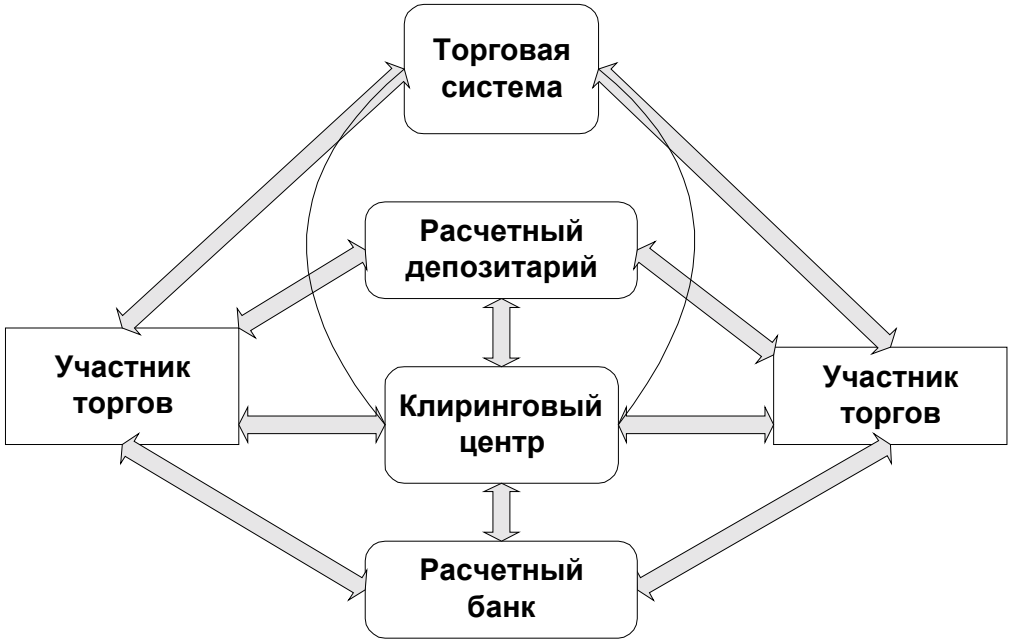

Рис. 2-6. Заключение сделок в системе гарантированных котировок

Однако объем сделок, заключенных в данной системе, незначителен: за август 2000 г. по системе гарантированных котировок совершено сделок

на 19,8 млн. долл., тогда как по методу свободной поставки на сумму 660,7 млн. долл.

Предоставление услуги поставки против платежа существенно модифицировало вариант свободной поставки. В ходе реализации данного механизма покупатель и продавец подают в расчетный депозитарий и расчетный банк поручения на списание ценных бумаг и перечисление денежных средств, которые в день расчетов подтверждаются клиринговым центром. Он гарантирует единовременность перечисления ценных бумаг и денег. Данный механизм является одним из наиболее перспективных в структуре расчетов, но требует подготовки учетных подразделений участников сделки (рис. 2.7).

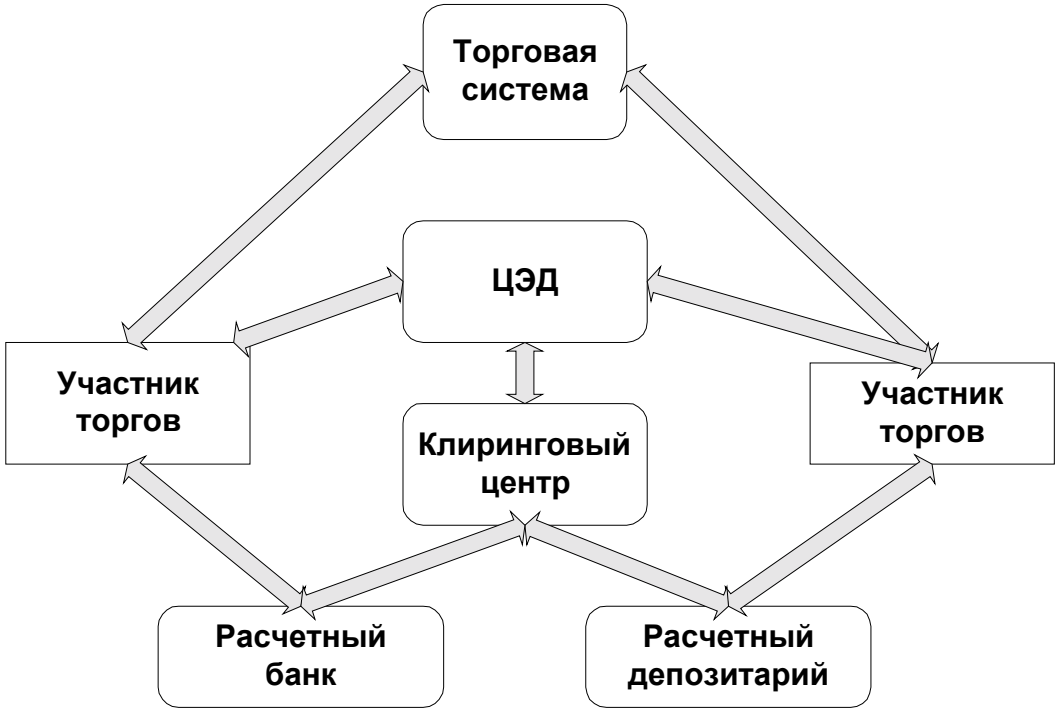

Рис. 2-7. Поставка против платежа в системе РТС

Таким образом, разработав несколько вариантов исполнения сделок для разных участников рынка, РТС предоставила инвестору возможность выбора оптимального варианта исполнения сделки. Одной из основных

целей нововведений торговой системы было стремление заинтересовать участников фондового рынка, которые в силу разных причин не могли торговать большими лотами ценных бумаг, проводить расчеты без гарантии исполнения сделок. Тем самым, вольно или невольно, РТС еще более усилило конкурентное давление на биржевую систему ММВБ.

Изучение процесса конкуренции двух торговых систем, имеющих пересекающиеся листинги ценных бумаг, выходит за пределы данной работы. Некоторые исследователи выделяют положительные стороны такой конкуренции и обосновывают ее важность для развития инвестиционной привлекательности российского рынка. В то же время, следует подчеркнуть существование объективной тенденции объединения зарубежных торговых систем.

Российские биржи пока разрабатывают возможные варианты совместной работы по отдельным проектам. Так, в июне 1999 г. ММВБ и РТС выступили с инициативой координации своей деятельности по некоторым аспектам:

- обмен информацией об эмитентах, ценные бумаги которых обращаются в РТС и на ММВБ;
- взаимодействие по поводу упорядочения присвоения уникальных идентифицирующих кодов ценным бумагам, обращающимся на российском рынке ценных бумаг;
- разработка правил (кодекса) корректного взаимоотношения эмитента с инвесторами - владельцами его ценных бумаг, принципов принятия эмитентом решений, затрагивающих интересы инвесторов;
- привлечение ценных бумаг новых эмитентов на торги в РТС и на ММВБ;
- обмен информацией об участниках торгов РТС и ММВБ, развитие систем рыночного надзора и предотвращение случаев

манипулирования ценами, создание механизмов оперативного обмена информацией о случаях недобросовестной деятельности на рынке ценных бумаг;

- привлечение на рынок ценных бумаг средств мелких и частных инвесторов;
- проведение совместных акций, направленных на разъяснение значения фондового рынка среди эмитентов и инвесторов; реализация проектов, в том числе финансируемых международными организациями, направленных на проведение исследований, оказание методической поддержки и технического содействия участникам рынка ценных бумаг;
- расширение спектра информационных услуг, основанных на уникальных технических возможностях торговых систем;
- совместное проведение конференций, семинаров, рабочих встреч с участниками рынка ценных бумаг.

Принцип схемы состоит в том, что сделки, которые участники рынка заключают в РТС, исполняются через систему клиринга и расчетов ММВБ, расчетный депозитарий НДЦ и расчетную палату ММВБ. Участники торговых операций, оформляющих сделки в РТС, должны будут заключить договор о клиринговом обслуживании с ММВБ. Параллельно открываются счета в НДЦ и Расчетной палате ММВБ.

По итогам торгов РТС должна передавать на ММВБ данные о сделках, условия которых предусматривают исполнение через систему клиринга и расчетов ММВБ. Все сделки будут включаться в процедуру клиринга, которая проводится на ММВБ. При этом процедура будет проводиться по тем же правилам, которые действуют и сейчас в отношении сделок, заключаемых на ММВБ.

Использование такой схемы могло бы предоставить участникам, работающим одновременно на обеих площадках, дополнительное преимущество - потенциально они смогут снижать размер своих чистых обязательств по итогам клиринга при зачете встречных обязательств по сделкам в РТС и на ММВБ. Денежные расчеты будут проходить по счетам участников, открытым в Расчетной Палате ММВБ, а поставка ценных бумаг – по счетам участников в НДЦ. По завершении расчетов ММВБ будет передавать в РТС информацию о результатах исполнения сделок, заключенных в РТС

Данный проект стал первой инициативой двух крупнейших торговых систем по сотрудничеству в сфере расчетно-депозитарной деятельности. Дальнейшее развитие проекта позволило бы создать общую расчетно-депозитарную систему московского, а затем и российского фондового рынка.

Одной из главных причин появления этого проекта стало стремление нерезидентов задействовать суммы, оставшиеся заблокированными на счетах типа «С» после кризиса рынка ГКО в 1998. Однако длительное согласование процедур поставило целесообразность реализации проекта под вопрос, так как за это время иностранные инвесторы вывели денежные средства со счетов платежной системы ММВБ альтернативными способами.

В начале 90-х гг. в России отсутствовали платежные системы, обеспечивающие точность и своевременность оплаты по сделкам с ценными бумагами. Распространенным способом межбанковских расчетов являлось безакцептное списания средств со счетов коммерческих банков, открытых в ЦБР. Это является обычной практикой на западных рынках, в частности, Германии. В условиях нестабильной банковской системы России данный метод нельзя считать оптимальным. ЦБР производил списание средств на безакцептной основе даже при недостаточном их количестве на счете, предоставляя кредит без обеспечения. Требовались жесткие ограничения по

операциям российских коммерческих банков, финансовое положение которых было неустойчивым.

Отсутствие автоматизации денежных расчетов в ЦБР не исключало вероятность ошибок при расчетах между контрагентами, создавало задержки и нарушало принцип окончательности платежа. Реформирование системы расчетов РЦБ требовало значительных финансовых затрат. Закономерным было решение ММВБ использовать в работе фондовой секции собственную расчетную палату с использованием рублевых средств, успешно осуществлявшую операции по расчетам на валютном рынке.

При проведении денежных расчетов по торгам ценными бумагами использовался следующий алгоритм взаимодействия между торговой системой и расчетной палатой:

- расчетная палата передает на биржу информацию о размерах денежных средств на счетах участников, и, позднее, о выполнении обязательств по расчетам;
- биржа пересылает платежные поручения для осуществления расчетов обязательств участников торгов и расчетной палаты по результатам торгов ценными бумагами;

Другая схема денежных расчетов предложена РТС в 1998г при проектировании системы поставка против платежа. Создание собственной расчетной палаты признали нецелесообразным, так как иностранные участники не испытывали доверие к российским расчетным институтам. Поэтому предполагалось привлечение в качестве расчетных крупных западных банков: Chase Manhattan и Citibank.

Chase Manhattan должен был осуществлять расчеты по валютным операциям. Участники-нерезиденты открывали счета в банке Нью-Йорка. Прямая электронная связь с депозитарием ДКК обеспечивала единовременность процедуры поставки против платежа. Схема расчетов

проходила по типу Т+4. В день t+2 участники предоставляли поручение в ДКК; в Т+3 ДКК проверяла наличие денежных средств у покупателя на счете в банке и на следующий день давала поручение на перечисление на счет продавца. [64]

Схема с рублевыми средствами была иной. Предполагалось открытие в Citibank крупным клиентам (агентам) РТС счетов двух типов: расчетных и транзитных. Другие участники должны были перечислять средства на счета агентов до дня расчетов. Агенты в день расчетов переводили средства на транзитные счета, распорядителем которых была ДКК. Однако технические сложности с реализацией этих планов и кризис финансового рынка заставили РТС отложить проект.

В середине 2000 г. было заключено соглашение с ABN-Amro по обслуживанию сделок с расчетами в иностранной валюте, проводимых по принципу «поставка против платежа». Также РТС образовала и собственную расчетную палату для российских инвесторов. Эта небанковская кредитная организация получила лицензию на ведение банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте. Торговые операции в расчетной палате совершаются в двух режимах: в системе гарантированных котировок и поставки против платежа.

Таким образом, в РТС в настоящее время действуют две системы расчетов: в иностранной валюте, проводимые ABN AMRO; в рублях, осуществляемые Расчетной палатой. Соответственно в рамках торговой системы действуют два рынка (для нерезидентов и российских участников).

Немногие кредитные организации в состоянии удовлетворять требованиям, предъявляемым к расчетным палатам. Примером тому стал конфликт в начале 2000 г. между Московской фондовой биржей и Муниципальным банком Москвы. Причиной разногласий стали постоянные

задержки в прохождении денежных средств по результатам торговых сессий биржи, что сказалось на активности участников торгов.

МФБ передало функции расчетной палаты в Сбербанк России. Однако это существенным образом не повлияло на торговую активность инвесторов, в результате чего Московская фондовая биржа отстает по объему торгов от других организаций, что проиллюстрировано на рис 2-8.

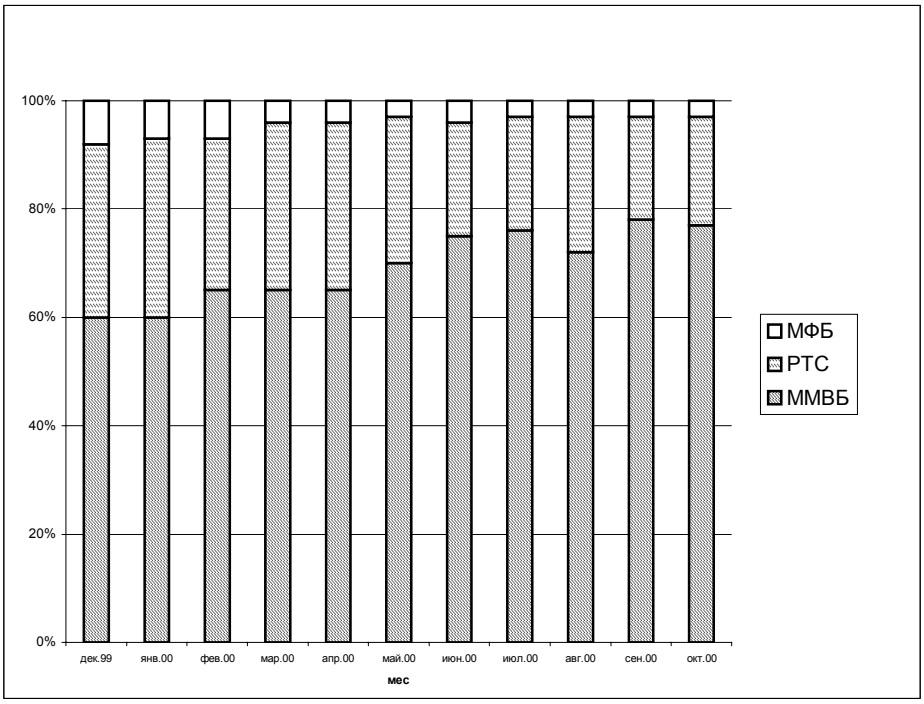

Рис. 2-8. Соотношение объемов торгов ММВБ, РТС, МФБ. Источник ММВБ 2000.

Основу оборота МФБ составляют акции РАО Газпром. Вторичный рынок ценных бумаг «Газпрома» является одним из самых сложных с точки зрения взаимодействия инфраструктурных элементов. В соответствии с постановлением правительства №654 от 30.05.1997г. «О мерах по выполнению указа президента №529» с 1 июля 1997г. продажа акций «Газпром» осуществляется на Московской фондовой бирже и ряде региональных: фондовой бирже «Санкт-Петербург», Сибирской фондовой бирже и Екатеринбургской фондовой бирже. Подобное ограничение позволяло Московской фондовой бирже удерживать инвесторов в рамках своей системы. Тем не менее относительно скромные обороты (редко

превышают 30 миллионов акций) не позволяют совершать разовые сделки с крупными пакетами ценных бумаг, что отражается в последующем на курсе акций. Для решения этой проблемы было решено задействовать механизм внесистемных сделок, заключающийся в возможности проведения операций с крупными пакетами акций (больше миллиона) по договоренности, в обход общей торговой сессии, с исполнением в расчетно-депозитарной системе биржи. [125] Однако не все владельцы акций «Газпрома» проявляли заинтересованность в торговли на МФБ в силу возникающих издержек по членству. Поэтому существенная доля акций стала реализовываться посредством разовых сделок на внебиржевом рынке, а также через открывшийся вариант проведения сделок в РТС, дав участникам возможность выйти с МФБ.

Российская торговая система в начале 2000г. реализовала проект взаимодействия с фондовой биржей "Санкт-Петербург" (ФБ "СПБ"), позволяющий членам РТС проводить торговлю акциями ОАО "Газпром" на ФБ "СПБ". В данном проекте организатором торговли является фондовая биржа «СПБ», технический доступ участников торгов и клиринговое обслуживание осуществляет РТС. Технология процесса аналогична работе в Системе гарантированных котировок (СГК), то есть сделки исполняются по принципу предварительного резервирования активов на счетах в Расчетной палате РТС и расчетном депозитарии. Однако в этом случае была реализована многоуровневая система депозитарного взаимодействия путем привлечения сторонней депозитарной организации – Расчетно-депозитарной компании, являющейся дочерней структурой Газпромбанка. Ему, как члену Расчетно-депозитарного союза, предоставлено эксклюзивное право осуществлять операции с акциями «Газпрома». Особенностью обращения акций «Газпрома», в соответствии с постановлением правительства №654,

является необходимость открытия счетов депо ценных бумаг исключительно в депозитариях – членах Депозитарно-расчетного союза.

Однако в схеме, реализованной РТС, в качестве расчетного депозитария выступает Расчетно-депозитарная компания, которая не является членом ДРС. Она осуществляет также расчеты по сделкам на Екатеринбургской и Сибирской фондовых биржах. Это вызвало конфликт интересов между двумя депозитарными системами, так как инвесторы стали переходить на РТС, чтобы избежать дополнительных накладных расходов.

Возникшие противоречия подтверждают необходимость предварительного согласования действий инфраструктурных организаций, чтобы не вызвать дестабилизации в работе фондового рынка.

Однако при правильной организации совместной работы двух депозитарных систем возможно наладить взаимовыгодное сотрудничество. Например, инвесторы получили возможность совершать арбитражные сделки с ценными бумагами в РТС и на ММВБ путем использования метода прямых расчетов между депозитариями этих биржевых систем (ДКК и НДЦ) с меньшими затратами, минуя выполнение операций перерегистрации в реестрах, что позволяет сократить расходы и сроки выполнения операций.

Специалисты определили, что в операциях обоих депозитариев велика доля взаимных переводов ценных бумаг, объем которых доходил до 65% от всех поручений. Первыми организациями, разработавшими такой метод, были международные депозитарии Cedel и Euroclear, использующие систему взаимных переводов ценных бумаг Bridge до настоящего времени. В этой системе проводятся клиринговые сессии по выявлению нетто-задолженности. В основе взаимодействия заложены следующие принципы:

- наличие междепозитарных счетов депо друг у друга;
- ежедневное проведение операции сверки остатков на взаимных счетах депо;

- установление максимально допустимой разницы остатков ценных бумаг на междепозитарных счетах депозитариев;
- периодическое сведение остатков ценных бумаг на междепозитарных счетах к минимуму путем взаимозачета встречных обязательств;
- формирование согласованного списка выпусков ценных бумаг, допущенных к операциям по данным счетам.

В России эта схема дополнена включением реестродержателя. Депозитарии открывают друг другу междепозитарные счета. Ежедневно проводится сверка учетных данных по этим счетам. Для минимизации рисков, связанных с возможностью неисполнения одним из депозитариев своих обязательств, устанавливается лимит задолженности на общую сумму всех выпусков ценных бумаг. Размер лимита зависит от размера собственных средств депозитариев и вероятности возникновения убытков

При превышении лимитов одним из депозитариев после процедуры сверки осуществляется перерегистрация ценных бумаг на лицевом счете другого депозитария на эту сумму. В таблице 2.3 приведено процентное соотношение междепозитарных операций ДКК и НДЦ и общего числа совершенных сделок за 1999г.

Таблица 2-3. объем ценных бумаг, проведенных через Мост НДЦ-ДКК за 1999г.

Ценные бумаги компаний	*Доля в обороте*
РАО ЕЭС	68%
РАО НорНикель	1-3%
АКБ Сбербанк	2%
Ростелеком	2-15%
ИркутскЭнерго	1-8%
Сургуртнефтегаз	9-16%

НК ЛУКойл	8-11%
Мосэнерго	1-4%
Татнефть	1-2%

Источник: Депозитариум № 3, 2000, стр. 16

Размер оплаты для каждого инвестора исчисляется пропорционально объему переведенных им ценных бумаг по окончании расчетов между депозитариями. Преимуществом данной схемы является значительная экономия средств депонентов при перерегистрации, поскольку она осуществляется только в отношении нетто-задолженности одного депозитария перед другим.

Функционирование моста НДЦ-ДКК привело к снижению доходов регистраторов. В схожей ситуации оказались и клиентские депозитарии, так как большую часть функций по депозитарному обслуживанию взяли на себя расчетные депозитарии. Необходимо было искать альтернативные варианты развития. Это явилось предпосылкой создания специализированной сети регистраторов, депозитариев и трансфер-агентов, ориентированной на обслуживание внебиржевого сегмента рынка, который раньше не интересовал инфраструктурные организации.

В настоящее время в стране действует более 200 регистраторов, каждый из которых создал собственную электронную систему учета. Требования саморегулируемой организации ПАРТАД по сертификации программного обеспечения регистраторов пока не привели к унификации используемых средств. Тесному взаимодействию депозитариев с регистраторами способствует создание трансфер–агентской сети, что становится особенно актуально в связи с несовместимостью программного обеспечения депозитариев и регистраторов.

Трансфер-агентами являются организации, выполняющие по договору с регистратором функции приема и передачи информации, документов,

необходимых для проведения операций в реестре. Сеть основана на протоколе удаленного доступа и позволяет в режиме реального времени осуществлять перерегистрацию путем введения электронного документа. При этом значительно упрощается процедура сверки активов, увеличивается оборот по перерегистрации ценных бумаг. Режим электронного взаимодействия позволяет в короткие сроки сверить такие параметры, как номер договора купли-продажи; номер депозитарного договора; количество, тип и номер выпуска ценных бумаг; наименование контрагента; дату и номер операции по переходу прав собственности на ценные бумаги в реестре.

С целью консолидации регистраторы сформировали собственные сети передачи данных – удаленные терминалы. Инициатором выступил Центральный Московский Депозитарий, на технической базе которого формируется трансфер-агентский центр (ТАЦ).

Общая схема выглядит следующим образом: а) инвестор дает поручение ближайшему агенту, способному работать оперативно и с меньшими затратами; б) агент в электронном виде поставляет информацию центральному трансфер-агенту, который хранит ее копии и гарантирует регистратору ее достоверность. Для придания проекту конкурентоспособности используются единые тарифы для всех входящих организаций.

Система получает информацию о сделках от профессиональных участников рынка, а поручения акционеров через трансфер-агентов, заключивших соглашения с центром. Трансфер-агенты, в свою очередь, передают данные работающим в системе регистраторам для проведения операций перехода прав собственности и исполнению других поручений в реестрах владельцев ценных бумаг.

Основной целью образования ТАЦ стало создание эффективной и прозрачной системы исполнения сделок с ценными бумагами, ускорение

процесса перерегистрации прав собственности, снижение трансакционных издержек при перерегистрации прав собственности, защита участников рынка от недобросовестных действий, создание упорядоченной системы разграничения ответственности на разных этапах исполнения сделок, создание системы коллективного страхования деятельности участников системы. [43]

Участниками ТАЦ являются:

- депозитарии, учитывающие права собственности на ценные бумаги;
- регистраторы, исполняющие сделки в реестрах владельцев ценных бумаг;
- трансфер-агенты, принимающие документы от зарегистрированных лиц и передающие поручения в ТАЦ для исполнения операции в одном из подключенных реестров;
- брокеры, осуществляющие сделки с собственными ценными бумагами и бумагами клиентов.

Брокеры не являются непосредственными участниками системы, а работают через включенные в ТАЦ депозитарии и торговые площадки. Трансфер-агент системы имеет возможность принимать поручения по всем обслуживаемым ценным бумагам. В случае привлечения в систему банков или РДО система может оказывать услуги по синхронизации и гарантированию поставки и оплаты. В настоящее время возможно осуществить гарантированную оплату поставляемых бумаг через аккредитив покупателя в пользу продавца, где условием является предоставление оператором системы подтверждения поставки. При тесном сотрудничестве с банками могут быть организованы более удобные схемы денежных расчетов.

Оператор является главным координатором системы ТАЦ, он осуществляет взаимодействие между участниками. Основные задачи оператора состоят: в разработке нормативно-правовой основы системы;

проверке технических и организационных механизмов; оперативной координации деятельности различных организаций; приеме данных от участников сделок с ценными бумагами; хранении, обработке и передаче данных регистраторам и банкам; проверке результатов исполнения поручений и рассылке результатов.

Работа регистратора и трансфер-агента через систему ТАЦ значительно повышает доверие участников, так как оператор системы является гарантом надежности электронного документооборота.

Основными задачами трансфер-агента в системе являются:

- прием поручений от участников рынка и доставка их оператору системы.;
- получение результатов обработки поручений через оператора системы и предоставление их инициаторам операции от имени регистратора;
- доставка регистратору исходных поручений клиентов в документарном виде; (получение подлинников документов регистратора по требованию клиента остается функцией трансфер-агента, но производится посредством прямых контактов и находится за рамками системы);
- исполнение поручений по системе ТАЦ в режиме Т+0; (данное требование существенно, так как вся система должна обеспечивать максимальную скорость исполнения);
- подготовка ответов по результатам проведенных операций в электронной форме;
- проверка сделок по исходным данным, полученным от агентов ТАЦ.

Большинство профессиональных участников пользуются услугами, но не являются членами системы. Участником системы может стать депозитарий торговой площадки. По окончании торговой сессии все сделки,

требующие проведения через реестр, могут быть переданы депозитарием в виде поручений в систему ТАЦ. [44]

Таким образом, изучение особенностей взаимодействия элементов инфраструктуры фондового рынка в российской практике показало, что наблюдается острая конкурентная борьба за инвестора в различных сегментах рынка: между фондовыми биржами, расчетными депозитариями, регистраторами, клиентскими депозитариями. В то же время появляются тенденции к сотрудничеству при проведении совместных торговых операций в рамках различных биржевых систем, что повышает надежность и гарантирует качественное и быстрое исполнение сделок с ценными бумагами.

2.3. Специфика услуг торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры на фондовом рынке России

Основными пользователями инвестиционных услуг, представленных инфраструктурными организациями являются следующие группы: *крупные, средние, мелкие брокеры*; *физические лица; эмитенты*; *иностранные компании.*

Крупные брокеры активно участвуют в работе торговых площадок и в большинстве случаев сами стремятся предложить комплекс комбинированных услуг, в рамках которого осуществляется инвестиционное консультирование, расчетно-кассовое обслуживание, брокерские и депозитарные услуги. Многие из них имеют зарубежных учредителей. Крупные российские брокерские компании изначально ориентированы на схему "клирингового брокера", т.е. основной объем операций заключается "внутри", на биржи попадает незначительная часть сделок. Данная модель

ориентирована, прежде всего, на зарубежного инвестора, с расчетами, проводимыми вне российской платежной системы и вне системы российского налогообложения. Это означает, что инвесторы недополучают часть дохода от операций, поскольку разница в ценах достается брокеру. Активно участвуя как на биржевых, так и внебиржевых рынках, эти компании не испытывают необходимости в дополнительных услугах.

Мелкие брокерские компании, а также физические лица не являются основными потребителями услуг торговых и расчетно-депозитарных организаций в силу незначительных оборотов торговли. До последнего времени они не имели непосредственной связи с торговыми площадками и работали через более крупные организации. Однако мировая тенденция ориентации на конечного потребителя затронула российский сектор розничных услуг. Торговые системы выступили инициаторами привлечения этих инвесторов через Интернет, используя крупного брокера или банк в качестве посредника.

Внедрение универсального двунаправленного шлюза предоставляет возможность "внешним" системам получать информацию из торговой системы (рыночную информацию, котировки, сделки, позиции и т.д.) в режиме реального времени и проводить активные операции в торговой системе - подавать и снимать заявки.

Таким образом, мелкие инвесторы опосредовано через брокеров могут пользоваться услугами торговых систем по доступу на сегменты рынка ценных бумаг. Расчетные и депозитарные услуги оказываются торговыми системами уже на уровне брокера.

Электронный брокер служит "мостом" между инвестором и биржей. Интернет-торговля позволяет инвестору выходить непосредственно на организованный фондовый рынок. При этом брокер не сводит заявки

различных клиентов и не заключает с ними сделки, что делает невозможным создание альтернативных торговых систем на уровне брокера/дилера.

На российском рынке привлекать иностранных инвесторов могут только крупные, с большим собственным капиталом, профессиональные участники, имеющие международное признание и связь с иностранными финансовыми компаниями. Более активному участию в работе российского рынка иностранных инвесторов мешают отсутствие нормативно-законодательные базы и риски расчетной системы. [47]

Особенностью российской Интернет-торговли стало использование нескольких торговых площадок и различных видов торгуемых инструментов. За прошедший год три биржи: РТС, МФД и биржа "Санкт-Петербург" заявили о начале эксплуатации подобных систем. Можно выделить четыре основные группы активов: корпоративные ценные бумаги (ММВБ, РТС, МФБ, биржа "Санкт-Петербург"); государственные ценные бумаги (ММВБ); производные инструменты на акции (биржа "Санкт-Петербург"); производные инструменты на валютные контракты (ММВБ).

Лидером по объему торговли и количеству заключаемых сделок является ММВБ. Так, в январе 2000 г. только две брокерские фирмы были подключены к электронному шлюзу, а в декабре 2000 г. их стало более 90. Сумма объема сделок, заключенных через Интернет в Секции фондового рынка ММВБ в 2000 г. превысил 170 млрд. руб. В таблице 2-4 представлена доля торговли через Интернет на ММВБ в 2000-2001гг.

Таблица 2-4. Доля торговли через интернет в общем объеме операциях с корпоративными ценными бумагами на ММВБ в 2000-2001гг.

Мес.	**01.2000**	**05.2000**	**12.2000**	**02.2001**
Доля	0,8%	2%	26,4%	50%

Источник: РЦБ № 19, 2000; сайт www.Quik.ru 2001.

По нашему мнению Интернет-торговля в России и дальше будет развиваться в рамках доступа к торговым системам. Развитие альтернативных торговых систем, получивших широкое развитие на американском рынке, на фоне слабого развития внебиржевого рынка в ближайшей перспективе не предвидится.

Средние банки и брокеры, а также мелкие банки являются активными участниками торгов на биржевых площадках и изредка совершают сделки на внебиржевом рынке, что является следствием финансового кризиса и общего недоверия к контрагентам. Предложение специфических расчетно-депозитарных услуг на внебиржевом сегменте позволило бы этим компаниям активнее участвовать и в региональной торговле. Однако данный механизм еще не внедрен, компании используют предлагаемые услуги расчетных депозитариев.

Следует отметить, что количество акций эмитентов, допущенных к обращению на биржевых площадках, ограничено, что обусловлено низкой ликвидностью акций эмитентов “второго” и “третьего” эшелона – молодых компаний-эмитентов, нуждающихся в публичном обращении ценных бумаг. Поэтому наряду с биржевой торговлей получил развитие проект внебиржевой котировальной системы. Потребность в нем со стороны профессиональных участников обусловлена такими факторами, как: значительные финансовые затраты со стороны участников рынка при проведении торговых операций; высокие требования к платежеспособности членов биржи; территориальная удаленность ряда инвестиционных компаний и банков от биржевых рынков и финансовых центров России.

Некоторые региональные инвестиционные компании работают с акциями небольших эмитентов по прямым заказам инвесторов или более крупных брокеров. Они заинтересованы в создании информационных систем в рамках внебиржевого рынка, где они могли бы получить полную

информацию об эмитентах, а также показать потенциальным контрагентам (инвестиционным компаниям и инвесторам) свой интерес к работе с ценными бумагами данных эмитентов.

Одним из перспективных проектов в этой области стала организация Национальной котировальной системы. Начав работу в сентябре 2000 г., к середине 2001 г. в этой системе объявили котировки около 200 профессиональных участников фондового рынка. В системе постоянно существуют активные котировки по 450 ценным бумагам. Каждый день в системе появляется в среднем 100 новых котировок, которые выставляют около 30 компаний. [92]

Национальная котировальная система может быть полезна как для профессиональных участников, так и для частных инвесторов, которые не ограничивают круг своих интересов только сектором высоколиквидных акций биржевого рынка. Создание информационной системы НКС ориентировано на следующие задачи:

- информирование профессиональных участников фондового рынка и инвесторов о деятельности эмитентов, их ценных бумагах, возможных контрагентах;
- расширение клиентской базы за счет увеличения количества инструментов;
- снижение операционных издержек.

НКС может решить задачу оперативного доведения всей необходимой информации о деятельности эмитентов, их ценных бумагах, возможных контрагентах до инвесторов, акционеров и профессиональных участников фондового рынка, тем самым, обеспечивая принятие инвестиционных решений в условиях полной прозрачности эмитентов. По некоторым акциям, например, «Транснефть», «Саратовнефтегаз», «Саяно-Шушенская ГЭС»,

«Смоленскэнерго», «УАЗ» и некоторым другим наблюдается достаточно высокая активность объявления котировок в НКС.

Следует отметить, что НКС в настоящий момент не включает в себя механизм исполнения сделок. Введение механизма гарантированных расчетов и исполнения сделок на основе поставки против платежа существенным образом увеличило бы ликвидность данного рынка. Однако до последнего времени предложение услуг по осуществлению гарантированных расчетов на внебиржевом рынке отсутствовало, так как расчетные депозитарии бирж не заинтересованы в развитии других рынков, кроме того, необходима разработка принципиально новой схемы взаимодействия с участниками рынка.

В настоящее время расчетные депозитарии оказывают услуги одновременно на двух существенно отличающихся по технологии и регулированию рынках: корпоративных ценных бумаг, облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований; государственных ценных бумаг.

Они ориентированы на оказание депозитарных услуг профессиональным участникам, совершающим сделки в торговых системах. Как ранее отмечено, тенденция концентрации клиентской базы в расчетных депозитариях обусловлена большой активностью биржевого рынка. Это объясняется не только требованиями открытия счетов в расчетных депозитариях со стороны торговых систем, но и низкими тарифами по базовым услугам. В настоящее время спектр услуг, оказываемых расчетными депозитариями, значителен:

- хранение и учет ценных бумаг;
- расчеты по ценным бумагам в форме "поставка/получение против платежа" и "поставка/получение свободные от платежа";
- регистрация в реестрах перехода права собственности на ценные бумаги (по поручениям клиентов);

- получение и распределение среди владельцев доходов по ценным бумагам (дивиденды, проценты);
- осуществление *обязательных корпоративных действий* (дробление, консолидация, конвертация и т.д.).

Исполнение корпоративных действий эмитента, непосредственно влияющих на структуру акционерного капитала, являются самыми сложными операциями депозитария. Они зависят от возможностей депозитария установить постоянные контакты с реестродержателями. Поэтому данный сегмент депозитарного бизнеса рассматривается как основополагающий для развития инвестиционной составляющей. Российский клиентский депозитарий может выполнять следующий объем операций:

- дробление и консолидация акций;
- выплаты дивидендов, процентов, в том числе ценными бумагами;
- конвертацию ценных бумаг;
- реализацию преимущественных прав владельцев ценных бумаг при приобретении ценных бумаг новых выпусков;
- голосование по доверенности и участие в собраниях акционеров.

Одна из основных проблем при совершении корпоративных действий в России – это получение исчерпывающей информации по эмитенту. Главным источником являются сами эмитенты, однако зачастую информация не доходит до уполномоченных депозитариев. Ответственность за нарушение прав акционеров в этом случае несет реестродержатель. Кроме того, дополнительными источниками сведений являются информационные агентства (Reuters, Bloomberg, Интерфакс), торговые системы и т.д. Алгоритм взаимодействия при совершении корпоративных действий показан на рис 2.9.

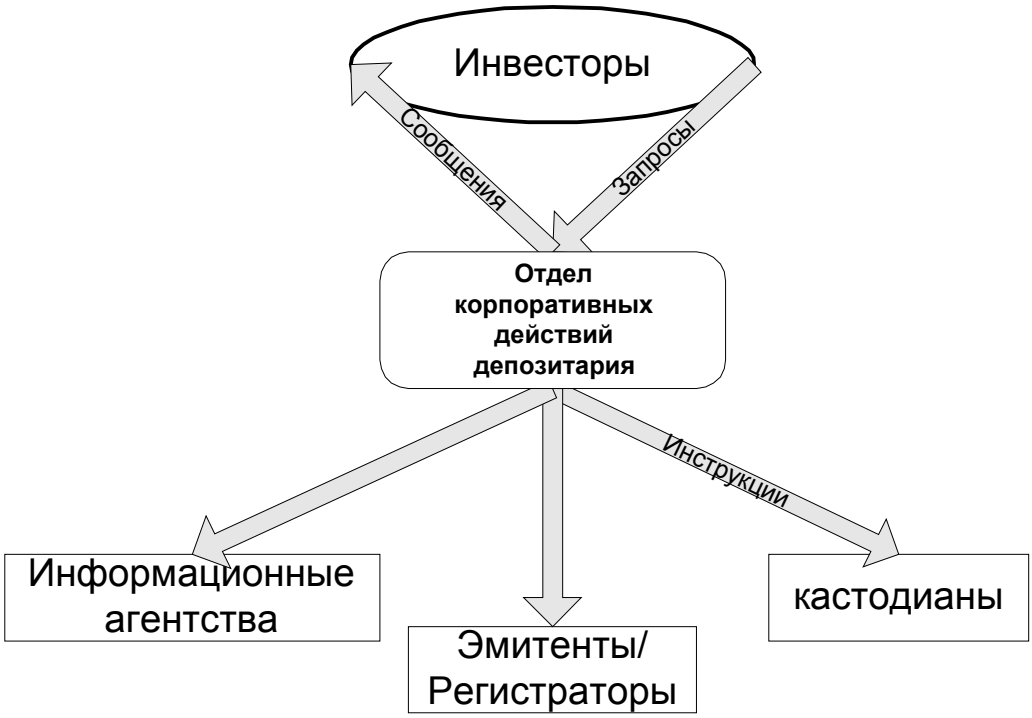

Рис. 2-9. Схема взаимодействия кастодиального депозитария при выполнении корпоративных действий.

Подробная информация предоставляется по запросу клиента или по мере ее поступления от эмитента. Клиент передает инструкции депозитарию. Инвестор принимает на себя весь риск упущенной выгоды, если его инструкции будут направлены после наступления срока, установленного депозитарием. Депозитарий несет ответственность за полноту и своевременность передачи данных реестродержателю.

Далеко не все владельцы ценных бумаг готовы участвовать в хозяйственной деятельности эмитента, в том числе голосовать на общих собраниях акционеров, даже посредством передачи соответствующих рекомендаций депозитарию.

Инвестор может предоставить депозитарию право голосовать по доверенности. Депозитарий рассылает бланки по реквизитам счетов, а впоследствии переправляет ответы реестродержателю. Затруднение вызывает несвоевременное получение точных инструкций по голосованию от

клиентов. На практике российские клиентские депозитарии используют следующие варианты участия в голосовании:

- если приходят точные инструкции – следуют им;
- если анкета голосования, которую рассылают своим клиентам, приходит без отметок клиента, заполняют ее по своему усмотрению;
- если анкета не возвращается клиентом, то посредством системы автоматического голосования эта анкета голосует "за" по всем вопросам.

Подобная практика вызывает существенные возражения со стороны акционеров с малым портфелем ценных бумаг, мнение которых зачастую не совпадает с позицией руководства эмитента, так как использование права голоса – одно из основных прав, предоставляемых акцией ее владельцу. Автоматическая (без прямо выраженного согласия собственника) передача «вакантных» голосов депозитарием третьим лицам нарушает законные интересы инвесторов.

Особенно ярко это противоречие выражается при голосовании по акциям, обращающимся в форме депозитарных расписок. Если депозитарий не получит каких-либо инструкций от инвестора, он воспримет это как инструкцию к принятию решения по усмотрению эмитента.

Однако такая доверенность на голосование не может быть выдана в отношении вопроса, по которому эмитент специально уведомляет депозитарий.

Это дает возможность использовать эмитентом по своему усмотрению голоса владельцев депозитарных расписок, не представивших депозитарию своего решения. Кроме того, невозможно проконтролировать голосование владельцев депозитарных расписок. Это создает предпосылки для значительного усиления позиций менеджмента при принятии важных для

эмитента решений, что в России далеко не всегда соответствует интересам миноритарных инвесторов.

Именно в отношении программ депозитарных расписок процент владельцев ценных бумаг, заинтересованных в корпоративном управлении, достаточно высок и достигает по некоторым оценкам 20-40%, что приводит к необходимости создания действенных механизмов для привлечения их к управлению.

Депозитарные расписки стали одной из наиболее востребованных услуг, предлагаемых организациями инфраструктуры российским эмитентам. Предприятия наиболее привлекательных отраслей приступили к реализации программ выпуска депозитарных расписок в качестве одного из этапов выхода на международные фондовые рынки и поиска перспективных путей привлечения зарубежных инвестиций. С точки зрения инвестора, заинтересованного диверсифицировать свои капиталовложения, депозитарные расписки позволяют преодолеть целый ряд проблем, связанных с покупкой ценных бумаг в стране их происхождения. При этом обеспечиваются следующие преимущества: выставление котировок и дивидендов в свободно конвертируемой валюте; отсутствие ограничений на действия институциональных инвесторов (пенсионных, взаимных и других фондов); распространение правил и условий расчетов, клиринга в соответствии с нормативными актами иностранных государств.

На практике существует разделение депозитарных расписок на два вида: 1) *неспонсируемые*, выпускаемые депозитариями по соглашению с инвестором, но без заключения договора с эмитентом, они составляют не более 1%; 2) *спонсируемые,* предназначенные для публичного размещения с заключением депозитарного договора, в котором оговариваются права потенциальных инвесторов.

Депозитарные расписки выпускаются в том случае, когда акции компании в стране происхождения депонируются в местном клиентском депозитарии. На основании информации о депонировании ценных бумаг иностранный депозитарий выпускает депозитарные расписки и представляет их инвестору. В настоящее время в программе ДР участвуют такие российские клиентские депозитарии, как «Внешторгбанк» и «Росбанк», а также российские представительства транснациональных банков Чейз Манхэттен, Ситибанк, ИНЖ Евразия. Последний выступает партнерским депозитарием Банка Нью-Йорка по всем программам депозитарных расписок на российские ценные бумаги. [111]

Как свидетельствует практика проведения операций с депозитарными расписками местный депозитарий может получить до 20% от доходов по программе депозитарного банка. Эти доходы складываются за счет выполнения следующих операций:

- учета, хранения и перерегистрации акций, под которые выпускаются ДР, в реестре на имя депозитария как номинального держателя;
- уведомления иностранного депозитария о корпоративных действиях эмитента акций;
- конвертации и перевода иностранному депозитарию доходов по ценным бумагам;
- голосования на собраниях акционеров по поручению иностранного депозитария;

Однако расширение практики выпуска депозитарных расписок имеет и отрицательные стороны, влияя на функционирование российских бирж. Они способствуют постепенному перемещению торговли акциями на зарубежные биржи. Поэтому все заинтересованные организации и компании, биржевые холдинги, депозитарии, регулирующие органы должны приложить

значительные усилия для придания инфраструктуре российского рынка привлекательности среди иностранных инвесторов.

Таким образом, инфраструктура российского фондового рынка характеризуется значительным уровнем децентрализации. Отсутствие единых стандартов и норм деятельности торговой и учетной систем, неэффективная законодательная база не могли обеспечить стабильное функционирование отдельных элементов инфраструктуры. Это привело к возникновению различных моделей торговых систем, большого количества расчетно-депозитарных организаций, объединяющих функции клиринговой палаты, расчетного центра и депозитария. Сохранение элементов инфраструктуры в неизменном виде может вызвать стагнацию рынка услуг. Реорганизация существующей инфраструктуры будет способствовать стабилизации рынка и значительному снижению рисков при проведении торговых операций.

Глава 3. Направления дальнейшего развития инфраструктуры российского фондового рынка

3.1. Реорганизация структуры торговых и расчетно-депозитарных организаций

Становление инфраструктуры российского фондового рынка проходит в сложных экономических условиях, негативно влияющих на инвестиционный климат. Привлекательность рынка для внутренних и внешних инвесторов напрямую связана с совершенствованием организационных структур торговых и расчетно-депозитарных систем.

Как показывает опыт развития зарубежных инфраструктурных организаций, национальные депозитарии оказываются под сильнейшим давлением глобальных кастодианов, которые, появившись в стране недавно, постепенно вытесняют первых с рынка путем предоставления инвесторам широкого спектра кастодиальных услуг. До последнего времени иностранные кастодианы не проявляли интереса к российскому рынку в силу его относительно небольших объемов. Однако изменение конъюнктуры на мировых рынках, увеличение количества зарубежных инвесторов обуславливают повышение интереса кастодианов и к фондовому рынку России.

Российские депозитарные организации только разрабатывают программы кастодиального обслуживания участников фондового рынка. В то же время и расчетные депозитарии начинают предлагать услуги, направленные на индивидуализацию работы с клиентами, расширение функций менеджеров и развитие новых форм взаимодействия менеджера и депонента, а также укрепление обратной связи во взаимоотношениях «клиент - менеджер» путем проведения опросов и анкетирования депонентов на

регулярной основе, разработки процедуры реагирования на запросы депонентов [66]. Таким образом, операции расчетных депозитариев начинают пересекаться с функциями клиентских, изначально ориентированных на персональную работу с инвесторами.

Начинается новый этап конкурентной борьбы между двумя видами депозитариев. Расчетные депозитарии торговых систем в настоящее время являются крупнейшими организациями на фондовом рынке, сосредоточив у себя на хранении существенную часть ценных бумаг. Однако они ограничены в возможности повышать тарифы из соображений ценовой конкуренции торговых систем в целом. Решающим фактором в данном случае является политика торговой системы, а не тарифная и технологическая политика самого депозитария.

В результате расчетные депозитарии имеют возможность проводить агрессивную ценовую политику в отношении платы за хранение ценных бумаг, оказания сопутствующих услуг, которые ранее были приоритетными для клиентских депозитариев банков и инвестиционных компаний. Российские клиентские депозитарии в ходе конкурентной борьбы для сохранения своих позиций вынуждены уменьшать тарифы, ориентируясь на расчетные депозитарии. В результате снижается качество индивидуальных услуг, возрастает число ошибок, приводящих к реализации рисков, деятельность клиентских депозитариев становится нерентабельной и приводит к вытеснению их с рынка.

Может сложиться ситуация, когда обслуживание всех операций инвестора окажется у расчетных депозитариев. Однако здесь следует отметить тот факт, что расчетные депозитарии не могут в полной мере аккумулировать функции клиентских депозитариев в силу специфики работы, состоящей в оптовом характере обслуживания торговой системы, малом размере капитала и невозможности оказания блока инвестиционно-

банковских услуг и постепенному переходу рыночной ниши к зарубежным клиентским депозитариям – глобальным кастодианам, ассортимент услуг которых постоянно расширяется.

Поэтому для эффективного развития расчетно-депозитарной системы российского фондового рынка необходимо четко разграничить функции расчетных и клиентских депозитариев, зафиксировав данное разделение на законодательном уровне, например, в «Положении о депозитарной деятельности». Таким образом, основной обязанностью расчетного депозитария станет обслуживание междепозитарных счетов клиентских депозитариев, образующих субдепозитарную систему расчетного депозитария в рамках существующих биржевых рынков ММВБ, РТС, МФБ.

При этом клиентские депозитарии должны отвечать требованиям, устанавливаемым расчетными депозитариями, которые не противоречат общим принцип работы инфраструктуры и не препятствуют осуществлению клиентскими депозитариями основной деятельности по ведению депозитарного учета. Таким образом, клиентский депозитарий является субдепозитарием расчетного, и может участвовать в работе нескольких таких систем.

Российские клиентские депозитарии пока не оказывают комплексное кастодиальное обслуживание. Поэтому главной задачей клиентских депозитариев является переориентация своей деятельности на предоставление комплекса депозитарно-инвестиционных услуг, в который входят: 1) ведение портфеля ценных бумаг инвестора; 2) кредитование под залог ценных бумаг; 3) кредитование ценными бумагами.

1) Ведение портфеля ценных бумаг инвестора включает в себя анализ финансового состояния эмитентов, предоставление сведений по международным фондовым рынкам, определение долгосрочной инвестиционной стратегии, рекомендации по конкретным инвестиционным

вложениям, контроль портфеля ценных бумаг клиента; прогнозирование потребностей в денежных средствах и ценных бумагах. Если у инвестора сложный портфель, содержащий большое количество разных ценных бумаг, клиентский депозитарий может напрямую работать с ним, участвовать в открытии счета, чтобы определить объекты и задачи инвестирования, а также существующие ограничения. Путем внесения ограничений в отношение направлений инвестиций, достигается контроль за проведением сделок.

2) Кредитование под залог ценных бумаг предусматривает краткосрочное (вплоть до 1 месяца) предоставление кредита брокерским компаниям на стандартных условиях с ежедневным контролем изменения стоимости залога.

3) Кредитование ценными бумагами предназначено для покрытия коротких позиций (до 3 месяцев) брокерских компаний под залог денежных средств или ценных бумаг с ежедневным контролем изменения стоимости залога. При этом депозитарии получают вознаграждение за каждый перевод ценных бумаг по счетам клиентов.

Свободные денежные средства кредитор размещает на финансовых рынках и выплачивает процент заемщику по ставке ниже рыночной. Ценные бумаги, используемые в качестве залога, должны обладать повышенной ликвидностью. Заемные ценные бумаги оцениваются по текущей рыночной стоимости, по ценам закрытия предыдущего торгового дня в биржевых системах. Разница между стоимостью ценных бумаг и суммой залога возмещается заемщиком или возвращается ему.

Российские инвесторы осторожно относятся к возможности использования заемных ценных бумаг для формирования своих торговых стратегий. Кредитор должен передать ценные бумаги заемщику в обмен на заранее согласованное залоговое обеспечения. Одним из важнейших условий является возможность получения в кратчайшие сроки денежных

средств при невыполнении заемщиком своих обязательств. Заемщик обязан поставлять залог, рыночная стоимость которого должна превышать кредит на величину заранее определенной маржи.

С кредитованием ценных бумаг связаны два основных риска: риск заемщика и инвестиционный риск. Их минимизация возможна путем:

- ежедневной переоценки стоимости кредита и залога;
- кредитования под залог в размере 102% рыночной стоимости ценных бумаг плюс начисленный процент (105% для зарубежных кредитов);
- осуществления всех поставок ценных бумаг против одновременного получения денег;
- сегрегации и контроля залога;
- постоянного кредитного анализа заемщиков;
- еженедельного анализа и оценки инвестиционного риска;
- наличия контролируемых клиентом кредитных ограничений.

В условиях нестабильности российского рынка для компенсации рисков, связанных с изменением стоимости ценных бумаг, маржа составит существенную сумму, она не должна опускаться ниже 50%, что соответствует практике развивающихся рынков Восточной Европы.

На время сделки к заемщику переходит право распоряжения ценными бумагами. В период действия услуги кредитор будет рассчитывать на эквивалент всех платежей по ценным бумагам (проценты, дивиденды) и на возврат ценных бумаг. Однако он теряет право голосования на собрании акционеров, не получает дивидендов, поскольку его имя изъято из реестра акционеров компании.

Кредитование ценными бумагами пока не приобрело широкомасштабного характера в России. Дальнейшая активизация биржевых операций, совершение сделок с расчетами t+n даст мощный толчок развитию

этой депозитарной услуги, что поможет привлечь на российский рынок новых инвесторов.

Проблемы, с которыми сталкиваются инвесторы в России, заключаются в непрозрачности рынка, закрытости эмитентов, невозможности получения сведений об их финансовом положении, слабости регистраторов, представленных мелкими компаниями, не застрахованными от возможной утраты базы данных владельцев ценных бумаг.

Глобализация фондовых рынков порождает условия, при которых эмитенты и внутренние инвесторы могут использовать для проведения операций иностранные торговые системы. Процесс финансирования экономических преобразований национального фондового рынка ставится в полную зависимость от иностранных рынков, влияние на которые ограничено или отсутствует.

Конкуренция иностранных бирж может иметь масштабные негативные последствия для развития российских торговых систем и московского финансового рынка, как центрального в России и СНГ. Ряд иностранных бирж (альянс Венской и Немецкой бирж, Берлинская, Стамбульская биржи) строит свою конкурентную политику так, чтобы стать центрами торговли акциями и другими ценными бумагами стран СНГ, Центральной и Восточной Европы. Развиваются проекты биржи “Новая Европа” (NEWEX) в Вене, сегмента "International Securities Market" на Стамбульской фондовой бирже, которые прямо предназначены для обращения ценных бумаг из указанного региона. [79] Создание бирж для российских акций за пределами России может вызвать массовый уход с российских финансовых рынков иностранных инвесторов и финансовых институтов на рынки, учрежденные западными биржами, по их правилам и технологиям, т.е. с точки зрения нерезидентов, абсолютно надежные и привычные.

В результате государство лишается мощного рычага регулирования экономикой и ряда дополнительных преимуществ: налоговых поступлений от торговли, создания новых рабочих мест в области индустрии ценных бумаг и смежных областях и т.д. То есть потери в долгосрочной перспективе значительно превышают краткосрочные выгоды от экономии на развитии собственной национальной торговой инфраструктуры.

Конкуренции между торговыми системами может оказывать определенное влияние на их эволюцию. Потребителями услуг торговых систем являются инвесторы и эмитенты. Соответственно и конкуренция между торговыми системами происходит за привлечение данных двух групп клиентов. Участники торговли ожидают от торговой системы справедливого ценообразования и минимальных торговых издержек при заключении сделок.

При прочих равных условиях участники торговли должны стремиться на торговые системы, обеспечивающие наибольшую эффективность торговли. При отсутствии выбора участники торговли просто вынуждены использовать единственную торговую систему, обладающей монопольным положением, однако если такой выбор все-таки имеется, то, скорее всего, торговля будет смещаться в торговую систему, обеспечивающую минимальные торговые издержки. Такая торговая система привлекает наибольшее количество участников, и соответственно она характеризуется большей торговой активностью. Сравнение тарифов торговых систем в России приведено в Приложении 4. Далее, система, оказываясь в лидерах, привлекает все большее количество участников, поскольку новые участники торговли ориентируются на выбор сделанный большинством участников рынка и соответственно, стремятся торговать в той же системе.

То же самое происходит и с эмитентами. Эмитенты, имеющие возможность выбирать между торговыми системами, должны стремиться в листинг торговой системы с наибольшим количеством участников,

поскольку рассматривают вторичный рынок ценных бумаг в первую очередь с точки зрения маркетинга будущих эмиссий. Соответственно торговая система с большим количеством участников создает лучшие возможности, поскольку большее количество участников рынка, то есть потенциальных покупателей новых эмиссий узнает об эмитенте. Таким образом и инвесторы и, вслед за ними, эмитенты при прочих равных условиях стремятся на более эффективные рынки. Данный вид конкуренции, то есть конкуренции по поводу снижения транзакционных издержек, является ценовой конкуренцией между торговыми системами.

Однако конкуренция между торговыми системами не ограничивается исключительно величиной торговых издержек. Другим видом конкуренции между торговыми системами является регулятивная конкуренция. Она возникает в результате наличия отличий в регулировании той или иной деятельности между разными фондовыми рынками, позволяющих обходить ограничения. Использование таких обходных путей позволяет создать лучшие условия для тех или иных групп участников рынка. В результате данные группы получают возможность повысить эффективность своих торговых операций – снизить торговые издержки.

В связи с этим необходимым шагом российских торговых систем должно стать совершенствование условий торговли для обеспечения минимальных трансакционных издержек и увеличения удобства торговли и расчетов. Наиболее актуальной задачей является изменение условий исполнения сделок в сторону их либерализации, отмена механизма предепонирования наряду с развитием дополнительных процедур управления рисками.

Наиболее сложной является задача оптимизации расчетно-депозитарной инфраструктуры российского фондового рынка. Предпринималось несколько попыток организации общего депозитарного

пространства с участием центрального депозитария [8, 127]. В конечном счете эти предложения сводились к созданию дополнительной организации инфраструктуры, которая бы выполняла функции мониторинга и контроля учета и перехода прав собственности на уровне расчетных депозитариев и регистраторов, что еще бы более усложнило существующую учетную систему.

Поэтому представляется целесообразным создание центральной расчетно-депозитарной организации в рамках существующих расчетных депозитариев. Принципиально схемы взаимодействия депозитарных, торговых и расчетных организаций ведущих российских торговых систем схожи. Разница заключается в существующих технологиях передачи данных, программном обеспечении и стандартах.

Координирующую роль в этом процессе должно играть государство в лице ФКЦБ и Банка России. Переход к обслуживанию торговых площадок единой расчетно-депозитарной организацией должен проходить постепенно. На первых этапах в рамках образованной ассоциации должны быть выработаны единые правила и стандарты взаимодействия. Впоследствии ассоциация может быть преобразовано в объединение юридических лиц. По завершении всех организационных процедур центральный расчетный депозитарий обретает форму некоммерческого партнерства.

Таким образом, необходимость изменений в инфраструктуре рынка вызваны процессами интернационализации, возможностью выхода российских предприятий на зарубежные рынки инвестиций. Одновременно предпринимаются попытки иностранных инфраструктурных организаций (глобальных кастодианов) закрепиться на российском рынке. Поэтому без совершенствования спектра услуг российских клиентских депозитариев, организации низкозатратной расчетно-депозитарной инфраструктуры

российский фондовый рынок может потерять как привлекательные ценные бумаги, так и активных инвесторов.

3.2. Механизм функционирования центрального расчетного депозитария

Центральные депозитарии созданы в большинстве индустриально развитых стран в соответствии с рекомендациями «Группы 30». Основной задачей центрального депозитария является обеспечение быстрых и эффективных расчётов по сделкам, проводимых на биржевом и внебиржевом рынках.

Центральный депозитарий позволяет осуществлять обслуживание сделок с ценными бумагами в форме безналичных расчетов с использованием общих правил, унифицированного порядка документооборота, единой базы данных и хранилища. При этом обеспечивается гарантия прав владельцев ценных бумаг. Централизованная система мониторинга и контроля позволяет снизить операционные и технические риски.

В зарубежной практике центральные депозитарии являются как коммерческими, так и некоммерческими организациями. Например, французский депозитарий Сиковам представлен корпорацией, акционерами которой являются Банк Франции (40%), кредитные учреждения (48%) и Парижская фондовая биржа–(5%) [173]. На депозитарий возложено выполнение государственных функций: ему предоставлено монопольное право хранения всех ценных бумаг, зарегистрированных во Франции. Расчеты по денежным средствам осуществляются Банком Франции.

В Германии центральный депозитарий Deutsche Clearing AG организован в рамках Немецкой биржевой группы, единственным акционером является Немецкая фондовая биржа [147]. Центральный

депозитарий Германии имеет статус клирингового и депозитарного банка, а также лицензию на проведение расчетного обслуживания.

. Таблица 3.1 иллюстрирует функции, выполняемые центральными депозитариями европейских стран.

Таблица 3-1. Функции центральных депозитариев в странах Евросоюза.

Страна	**ЦД**	**Клиринг**	**Денежн. расчеты**
Бельгия	CIK	+	-
Великобритания	CREST	+	-
Греция	CSD	+	-
Германия	Clearing AG	+	+
Испания	Interbolsa	+	-
Италия	Monte Titoli	-	-
Франция	SICOVAM	+	-

Источник: ECSDA. Technical characteristics of links between CSDs.1998 [151]

Создание центрального расчетного депозитария в России должно стимулировать участников рынка к активной торговле, повысит его привлекательность для иностранного капитала. Возможность быстро переводить ценные бумаги по счетам депо внутри всей депозитарной системы будет также способствовать развитию региональных биржевых площадок. Это особенно важно для привлечения на рынок инвестиционного потенциала мелких частных инвесторов, в том числе и физических лиц.

Основная задача российского ЦРД должна состоять в координации интересов государства и участников фондового рынка при построении эффективной инфраструктуры, которая в своем развитии будет учитывать специфику национального фондового рынка. Центральный расчетный депозитарий целесообразно организовать в форме некоммерческого партнерства, в соответствии с практикой работы российских расчетных депозитариев. Он должен работать на основании лицензий

профессионального участника рынка ценных бумаг на право осуществления депозитарной и клиринговой деятельности.

Государству следует оказывать содействие данной организации путем подготовки необходимых нормативных документов, а также предоставлением технической помощи. Первоначальной основой для построения центрального депозитария может стать Постановление правительства №741 «О мерах по созданию национальной депозитарной системы», основные его позиции вынесены в Приложение 5. Как следует из этого документа, основная функция центрального депозитария заключается в сборе, хранении и распространении информации, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством РФ. Однако это не полный перечень функций, которые могут быть переданы данной организации.

Так, на центральный депозитарий целесообразно возложить функции национального нумерующего агентства, присваивающего номер государственной регистрации российским выпускам ценных бумаг. При этом будет организовано приведение нумерации российских ценных бумаг к международному стандарту ISIN и присвоение номеров государственной регистрации тем выпускам, которые ему не соответствуют. В связи с этим необходимо вступление в международную ассоциацию нумерующих агентств ANNA, что позволит признать российские номера государственной регистрации. В настоящее время эти функции выполняют расчетные депозитарии НДЦ и ДКК.

Для финансирования ЦРД должны привлекаться средства участников фондового рынка в качестве платы за оказываемые услуги. Возможно привлечение международной финансовой помощи с согласия участников на условиях последующего возврата займов из доходов, получаемых самой организацией.

Возможность осуществления расчетов по ценным бумагам упростит иностранным инвесторам доступ на рынок ценных бумаг и повысит конкурентоспособность российских ценных бумаг. В то же время легальная и прозрачная система учета прав на ценные бумаги даст возможность контролировать процесс заключения сделок, а в ряде случаев вносить необходимые коррективы. Наличие междепозитарных отношений даст возможность уменьшить объемы вывоза капитала и привлечь к обращению в торговых системах ММВБ, РТС, МФБ иностранные ценные бумаги в форме депозитарных расписок, выпущенных российскими депозитариями.

Центральный расчетный депозитарий станет ядром инфраструктуры. Он обеспечит осуществление расчетов между организациями инфраструктуры в рамках единой системы телекоммуникаций. Функции этой организации должны заключаться в следующем:

- удостоверение подлинности и сравнение поручений от сторон сделки, желающих произвести расчет;
- ведение учета по счетам депо
- расчет обязательств по платежам;
- предоставление информации расчетным банкам и регистраторам для фиксации прав собственности и проведения платежей;
- обеспечение исполнения сделок на внебиржевом фондовом рынке.

Схема исполнения сделок на фондовом рынке с участием Центрального расчетного депозитария представлена на рис. 3.1

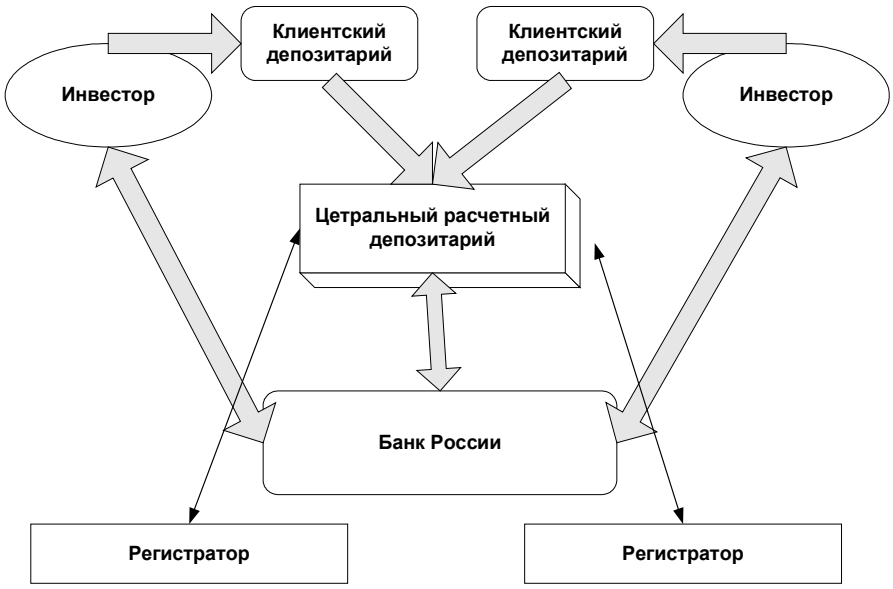

Рис. 3-1. Схема расчетно-депозитарной инфраструктуры России

Система расчетов при совершении торговых сделок через центральный расчетный депозитарий должна быть основана на принципе поставка против платежа, который предполагает согласованное осуществление платежа, поставки ценных бумаг и исполнение сделки в надлежащий срок.

С учетом сложившейся мировой практики можно выделить три схемы реализации принципа поставки против платежа.

1) Перевод поручений по ценным бумагам и денежным средствам производится по принципу «сделка за сделкой» (валовые расчеты).

Использование данной модели представляется оправданным в случае отсутствия значительного количества многосторонних взаимных расчетов между участниками рынка. Эта схема соответствует принципам работы внебиржевого рынка, где участники могут совершать разовые сделки.

Однако такая система требует резервирования дополнительных средств участников в расчётном периоде, когда они не имеют возможности изменять свои позиции в течение торгов или количество и объём сделок сравнительно невелики. Вследствие этого может значительно возрасти число неисполненных поручений.

2) Перевод приказов по ценным бумагам производится по принципу «сделка за сделкой» (валовые расчеты), а перевод денежных средств осуществляют на основе неттинга от покупателя к продавцу в конце расчётного периода.

Данная схема предусматривает наличие двух различных расчетных систем для ценных бумаг и денежных средств. При этом одновременное движение активов невозможно. В течение дня система калькулирует текущие остатки по счетам депо. Взаиморасчёты совершаются в конце дня, когда чистые дебетовые и кредитовые позиции проводятся по учёту расчетной палаты или центрального банков, осуществляющих операции по счетам. Аналогично схеме 1, система клиринга запрещает участникам короткие позиции по ценным бумагам, но могут быть овердрафты по денежным счетам, если конечное сальдо требований положительное. Данная схема находит свое применение в тех случаях, когда система расчетов по сделкам изменяется (от неттинга до сделка-за-сделкой).

3) Перевод приказов по ценным бумагам и денежным средствам производится по принципу «неттинга», с окончательным переводом к концу расчётного периода.

Расчеты по сделкам могут производиться один или несколько раз в день. В процессе обработки данных подсчитываются текущие балансы по дебету и кредиту. Информация должна быть доступна участникам торгов. Однако перевод ценных бумаг по бухгалтерским записям осуществляется после обработки информации, в процессе которой система проверяет, имеют ли участники чистые отрицательные позиции по счетам.

Однако в модели расчеты по денежным средствам и ценным бумагам не связаны между собой. В случае отказа контрагента на момент проведения взаимозачета обязательств (неттинга) все трансферты задействованных в нем сторон, а иногда всех участников торговли должны быть пересчитаны.

Величина изменений в расчетной массе зависит от размера просроченной суммы и торговой активности участника, допустившего дефолт. Добросовестные участники торговли вынуждены искать дополнительные средства или ценные бумаги на покрытие своих позиций. Эта схема наиболее распространена в биржевых системах, однако ее использование возможно только в совокупности с дополнительными процедурами риск-менеджмента.

Таким образом, после рассмотрения трех моделей реализации принципа поставки против платежа оптимальным вариантом расчетов для центрального депозитария на российском внебиржевом рынке является модель 1 (на основе валовых расчетов).

Исполнение поручений по расчету сделок осуществляется ЦРД в день заключения сделки или в последующие дни при условии сверки поручений, поступивших от каждого члена. Сверка представляет собой непрерывный процесс, что позволяет рассчитывать сделки при условии достаточного кредита и ценных бумаг.

В случае задержки поступления необходимых для сделки акций или отсутствия кредита у покупателя произойдет нарушение отлаженной схемы расчетов. В действие вступит циклический процесс, который осуществляется в течение дня.

ЦРД необходимо непрерывно контролировать подготовку к расчетам сверенных сделок, выявлять наличие в установленные сроки достаточного количества ценных бумаг у поставщика и необходимого кредита у покупателя, корректировать счета, отражая движение ценных бумаг и наличности. В случае необходимости ЦРД будет изменять платежные обязательства банков-членов системы, после чего направлять регистратору заявку на обновление реестра и помечать сделку как “сквитованную”.

Сквитованные сделки должны храниться в системе ЦРД. При наступлении расчетной даты они будут помещаться в расчетные очереди ценных бумаг и денежных средств.

Очередь ценных бумаг – это список поручений на расчет, включающий сделки по продаже и другие внешние поручения на поставку, по которым необходимо перевести ценные бумаги с членского счета. Каждая очередь характеризуется ценной бумагой и связана с членским счетом, с которого надлежит поставить ценные бумаги.

Кредитная очередь – список расчетных поручений, включающий сделки на покупку и другие сделки, по которым участнику требуется использовать кредит, предоставленный его платежным банком.

ЦРД должен рассчитывать сделки в порядке очередности их поступления. Участники торгов имеют право установить последовательность выполнения поручений и ЦРД это учитывает при осуществлении расчетов.

При определении ресурсов для сделок в расчетной очереди ЦРД целесообразно учитывать приоритет, установленную дату расчета (сначала самую раннюю) и размер сделки (сначала самую крупную). Очередность должна соблюдаться обязательно (ЦРД не будет рассчитывать сделку с более низким приоритетом, пока сделки с более высоким приоритетом ждут расчета), внутри приоритета ЦРД может рассчитывать максимальное количество сделок. Если нельзя рассчитать крупную сделку из-за недостаточного количества ценных бумаг, ЦРД будет рассчитывать более мелкие сделки в пределах данного приоритета.

При разрешении проблем с блокировкой расчетов ЦРД будет определять последовательность сделок и выявлять короткие позиции по денежным средствам и акциям. При обнаружении овердрафта система снимет одну сделку в конце очереди и пересчитает всю позицию. Процесс будет повторяться до тех пор, пока не определится овердрафт по наличности

или акциям. После этого исполнятся все оставшиеся в очереди сделки. Сделкам, рассчитанным в системе ЦРД, будут соответствовать платежные поручения в расчетном центре Центрального банка. Денежные операции планируется осуществлять через систему валовых расчетов в реальном времени Центрального банка России. Ключевые принципы работы этой системы вынесены в Приложение 6. Система валовых расчетов в режиме реального времени представляет собой одноуровневую систему: счета кредитных организаций и клиентов Банка России сосредоточиваются в Федеральном центре расчетов.

В момент осуществления перевода ценных бумаг ЦРД обновит соответствующие балансы по счетам депо; сформирует запрос на изменение реестра; зарегистрирует платежное обязательство к Федеральному расчетному центру для счетов покупателя и продавца.

Центральный банк может ограничить кредиты участникам, установив верхние пределы суммы кредита, доступного им на каждый день. Любые платежи, которые превышают установленный предел, будут удерживаться до тех пор, пока заемщик не оплатит часть взятого ранее кредита.

Таким образом, в течение рабочего дня кредит, доступный участнику торгов, должен представлять собою разницу между предельной величиной кредита и чистыми платежными требованиями. Величина кредита динамична: она увеличивается при обязательстве “получить” и уменьшается при обязательстве “уплатить”.

В результате перехода к принципиально новой системе расчетов ее участники получат такие уникальные возможности, как непрерывность платежей в течение операционного дня, незамедлительность проводок по счету, безотзывность (с момента списания его с корсчета кредитной организации–плательщика) и окончательность (после зачисления на корсчет кредитной организации–получателя), создав все предпосылки для

гарантированных расчетов по ценным бумагам, для чего требуется модернизация технологий по поставке ценных бумаг в депозитарной системе.

Участие в расчетах Банка России позволит избежать риска несостоятельности расчетного центра. Российский опыт включения в схему расчетов внешнего банка показал свою уязвимость – недостаток ликвидности не позволял банку своевременно проводить трансакции по счетам. Система расчетов между кредитными организациями в режиме реального времени, поддерживаемая Центральным банком, будет осуществляться в пределах остатков средств на корреспондентских счетах. Одновременно ЦБР должен расширить базу ликвидности для своевременного завершения платежей.

Переход к работе в режиме реального времени обозначит переход к новому уровню качества системно-технических решений в осуществлении расчетов. Время, необходимое для проведения всех процедур по передаче банковской информации между кредитными организациями и ее проверки, будет измеряться секундами, момент списания средств со счета плательщика совпадает с моментом зачисления средств на счет получателя. Это возможно лишь при условии полной автоматизации всех организационных и бухгалтерских процедур, наличии технической базы.

Таким образом, представленная модель центральной расчетно-депозитарной организации даст возможность осуществлять расчеты в рамках ведущих российских торговых систем, а также выполнять клиринговые функции на внебиржевом фондовом рынке на основе принципа «поставки против платежа» с использованием дополнительных услуг – внутридневного кредитования ценными бумагами и денежными средствами. Привлечение к системе денежных расчетов Центрального банка снизит риск неплатежей со стороны расчетной палаты. Однако использование вышеперечисленных расчетных операций не может полностью исключить возникновения других

видов рисков, требующих разработки дополнительных методов управления рисками.

3.3. Методы управления расчетными и операционными рисками в российской практике

Роль инфраструктуры в снижении возможных рисков при заключении и исполнении сделок с ценными бумагами состоит в выработке механизмов управления ими. Их можно подразделить на следующие группы:

- *технологические* (контроль за используемыми технологиями);
- *финансовые* (способы управления денежными ресурсами);
- *информационные* (управление потоками информации на рынке и за его пределами);
- *юридические (*обеспечение юридической защиты в случае реализации рисков).

Особое внимание необходимо уделять обеспечению гарантий перехода прав собственности при проведении клиринга, так как при этом значительно увеличивается риск неисполнения сделок.

Существуют три основных источника возникновения расчетных рисков. Один связан с изменением платежеспособности контрагентов в промежутке времени между совершением сделки и её исполнением. При неисполнении сделки одной из сторон добросовестная сторона несет значительные убытки из-за упущенной финансовой выгоды. Это может быть связано с подвижной конъюнктурой рынка, нарушением сделки с другим контрагентом или третьими лицами, заключением сделки на невыгодных для себя условиях, при этом возникает *риск понесения убытков по возмещению*.

Значение этого риска возрастает в случае ценовой нестабильности акций и увеличения промежутка времени между торговлей и расчётом.

Второй источник риска связан с тем, что при исполнении сделки перевод денежных средств и встречная поставка ценных бумаг могут происходить неодновременно. При этом одна из сторон выполняет обязательства по заключённой сделки, а другая не в состоянии это сделать (по причине банкротства или временного отсутствия денежных средств, ценных бумаг). В данном случае добросовестная сторона сделки несёт прямой немедленный убыток из-за наполовину неисполненной сделки. Вероятность понесения такого убытка именуется *риском потери основной суммы долга*, так как этому риску подвержена вся сумма, вовлечённая в сделку. В результате частичного неисполнения сделки пострадавшая добросовестная сторона не только упускает выгоду и рискует создать цепочку неплатежей, но и несёт прямые потери.

Третий тип риска определяется как *риск ликвидности*. Он возникает в случае, когда недобросовестная сторона, оставаясь в целом платёжеспособной, лишь на некоторое время задерживает исполнение своих обязательств по заключённой сделке. При этом исполнение сделки переносится обеими сторонами на более позднее время. Таким образом, сделка будет полностью исполнена и завершена, но только в более продолжительный срок. Следствием вышеописанных рисков является *систематический риск,* означающий невозможность участников рынка отвечать по своим обязательствам.

Адаптация универсальных процедур риск-менеджмента к существующим моделям расчетов является необходимым условием совершенствования торговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры фондового рынка.

Рассмотрим подробнее возможность возникновения рисков при различных моделях исполнения сделок.

Модель 1.

В процессе исполнения сделок в рамках данной модели основные риски связаны с нарушением поставки ценных бумаг и отказом от платежа. Наиболее вероятные риски представлены в таблице 3.2

Таблица 3-2. Риски, связанные с осуществлением расчетов по Модели 1 ППП

Виды рисков	Кредитный контрагента	по возмещению	потери основной суммы долга	ликвидности	систематический	операционный
Платёж	+	+	+	++	-	+
Поставка	-	++	+	++	-	+
Клиринг	-	-	-	-	-	+
Сверка	-	-	-	-	-	+

В случае невыполнения обязательств одним из контрагентов ему предоставляется возможность осуществить заем ценных бумаг или денег для покрытия позиции. Торговые системы могут предоставлять расширенные внутридневные и суточные кредиты участникам на значительные суммы. Использование кредитования денежными средствами и ценными бумагами уменьшит риски ликвидности и потери основной суммы долга.

В процессе исполнения сделок в рамках модели 2 поставки против платежа возникают следующие риски: кредитный, ликвидности, потери основной суммы долга. С большой вероятностью может реализоваться системный риск. Виды рисков, возникающие при расчетах по модели 2, представлены в таблице 3.3

Таблица 3-3. Риски, связанные с осуществлением расчетов по Модели 2 ППП

Виды рисков	Кредитный контрагента	по возмещению	потери основной суммы долга	ликвидности	систематический	операционный
Платёж	+	+	++	++	++	+
Поставка	-	+	+	+	+	+
Клиринг	-	-	-	-	-	+
Сверка	-	-	-	-	-	+

Риск потери основной суммы долго можно свести к минимуму за счет поставки ценных бумаг в обмен на безотзывное обязательство банка покупателя произвести платёж к концу расчётного периода. Гарантами должны выступить коммерческие банки высшей категории надёжности. Они защищают себя от кредитного риска путем взятия в залог ценных бумаг участников торгов. Однако ликвидность заложенных активов не всегда бывает достаточной для покрытия задолженности. Предоставление кредитов ценными бумагами и денежными средствами для обеспечения обязательств в случае их невозврата может отрицательно сказаться на ликвидности рынка.

Исполнения сделок в рамках третьей модели на основе принципа поставки против платежа связано с меньшим количеством рисков, по сравнению с моделью 2. В основном это риски ликвидности и потери основной суммы долга. Виды рисков, возникающие при расчетах по модели 3, представлены в таблице 3.4

Таблица 3-4. Риски, связанные с осуществлением расчетов по Модели 3 ППП

Виды рисков	Кредитный контрагента	по возмещению	потери основной суммы долга	ликвидности	систематический	операционный
Платёж	-	+	++	++	-	-
Поставка	-	+	+	+	+	+
Клиринг	-	-	-	-	-	+
Сверка	-	-	-	-	-	+

Наиболее защищенный вариант в рамках данной схемы предполагает предварительное депонирование ценных бумаг и денежных средств перед торговой сессией. Такой механизм оправдывает себя на рынках с нестабильным финансовым положением участников. Недостатком данной схемы является ограничение мобильного перевода (в течение дня) средств из одного сегмента рынка в другой, что ограничивает его ликвидность.

В таблице 3.5 представлена информация по использованию методов снижения рисков на развитых фондовых рынках.

Таблица 3-5 Использование методов управления рисками расчетно-депозитарными организациями

Наименование	ClearStream	DTC	SEGA	Sicovam
Схемы расчетов по принципу ППП	1, 3	1	1	1, 2
Контроль за финансовым состоянием. членов системы	Да	Да	Да	Да
Гарантия исполнения сделки	Нет	Да	Да	Да
Гарантийный фонд	Да	Да	Да	Да
Ссуды ценными бумагами	Да	Да	Нет	Да
Денежный счёт как залог	Нет	Да	Да	Да
Ценные бумаги как залог	Нет	Нет	Да	Да
Гарантии третьих сторон	Да	Нет	Да	Да
Счета в расчётном банке в качестве обеспечения	Нет	Нет	Нет	Да
Да/нет (применяется/не применяется)				

ClearStream – депозитарно-клиринговая компания Германии,
DTC –расчетный депозитарий США,
SEGA – расчетный депозитарий Швейцарии,
Sicovam - расчетный депозитарий Франции

Источник: по материалам DTC, Sicovam, ClearStream, Euroclear [146, 141, 147]

Реальное использование процедур управления рисками ограничено и зависит от модели расчетов и степени развития элементов инфраструктуры фондового рынка.

В России биржи осуществляют расчеты по модели 3 с использованием неттинга, и находятся в стадии разработки возможных вариантов проведения расчетов при частичном отказе от предепонирования.

На начальном этапе внедрения процедур управления рисками предлагается использование метода *контроля за финансовым состоянием участников рынка*, проводимого на периодической основе. Его преимуществом является низкая себестоимость, и сохранение отлаженного процесса заключения и исполнения сделок. Данный метод позволит выявить предпосылки срыва сделок и предотвратить убытки. В России модели комплексной оценки финансового состояния участников торгов находятся в стадии разработки. Чем надежнее каждый из участников системы, тем меньшему риску подвергаются все остальные участники. Однако можно установить такие требования, которые будут по плечу только немногим. В этом случае система будет высоконадежна, но неэффективна из-за узкого круга участников. Задачей организаторов инфраструктуры фондового рынка является нахождение приемлемого компромисса между надежностью системы и ее масштабами. Недостаточная оперативность требует использования других механизмов минимизации рисков.

Биржи и клиринговые организации могут устанавливать различные *лимиты* на операции участников. Установление *максимального лимита* на размер короткой позиции каждого участника. В случае, если какой-либо участник торгов заключил такой объем сделок, который сделал его должником на сумму лимита, то такому участнику далее запрещается заключать сделки, по которым сумма его долга может возрасти. Ясно, что чем лимиты строже, тем меньше могут быть суммы взаимной задолженности

участников, а значит — ниже риски. Однако чрезмерное ужесточение лимитов ведет к снижению оборота торговли и стагнации рынка.

Наиболее распространенным способом коллективной защиты от рисков неплатежеспособности является создание *гарантийного фонда*. Такой фонд состоит из совокупности денежных депозитов, внесенных участниками в качестве залога для покрытия возможного ущерба, возникшего в результате проведения операций с ценными бумагами в системах. Расчет суммы производится по согласованию с участниками. Основная задача такого кумулятивного фонда – покрытие разрыва в платежах за счет взносов участников торгов. Следует отметить, что он не является источником покрытия убытков в случае дефолта.

В российских условиях оптимальным является еженедельный перерасчет депонированных средств, что может потребовать внесения дополнительных сумм в фонд при увеличении объемов проводимых операций. Однако создание такого фонда в России затруднено из-за нежелания участников рынка обездвиживать часть ресурсов. Поэтому необходимо проведения широкой информационной программы по доведению до участников рынка основных преимуществ данного метода.

Наличие гарантийного фонда является одним из обязательных условий участия мелких и средних инвесторов в работе рынка ценных бумаг. Возможно создание единого фонда для нескольких торговых систем при условии согласования процедур расчетов.

Страхование рисков является перспективным методом для использования в российской практике. Однако оценка страховой суммы достаточно сложная задача, что связано со значительными ежедневными оборотами торговых систем, которые могут составлять несколько миллионов долларов. Немногие зарубежные организации имеют возможность обеспечить страховое покрытие системных рисков. Например, расчетный

депозитарий ClearStream имеет страховое покрытие банковского консорциума в размере 50 млн. марок в случае возникновения дефолта по операциям кредитования ценными бумагами.

В настоящее время страхование на фондовом рынке России используется только в отношении операционных рисков. Некоторые крупные российские банки, регистраторы и расчетные депозитарии имеют договора страхования, обеспечивающие комплексную страховую защиту от убытков, связанных с нелояльностью и непреднамеренными ошибками персонала, электронными и компьютерными сбоями, преступлениями, мошенничеством и т.д.

Для российской компании наличие страхового полиса от страховщика с мировым именем является существенным фактором, повышающим доверие к организации со стороны клиентов и партнеров (в том числе западных).

Размещение рисков российских финансовых институтов на 90-95% происходит на иностранных страховых рынках. [85] Это связано не только с недостаточной емкостью российского рынка страховых услуг, но также и с отсутствием соответствующего законодательства, регламентирующего деятельность страховых компаний по защите имущественных интересов профессиональных участников рынка и возмещению ущерба инвесторам.

Операционные риски возникают при несовершенной системе внутреннего контроля, использовании ненадёжной информационно-технической базы или неэффективно организованного процесса обработки данных по ценным бумагам.

Операционные риски целесообразно разделить на первичные, покрываемые комплексной страховой программой, и вторичные, с индивидуальными условиями страхования.

К первичным рискам можно отнести:

- нелояльность персонала; ущерб от реализации данного вида рисков достигает 70-90% всех операционных рисков;
- появление поддельных документов, ценных бумаг;
- пропажи или повреждения ценного имущества в помещении компании или при транспортировке;
- повреждения находящегося в помещении оборудования (за исключением компьютерных систем).

К вторичным относятся риски, связанные с компьютерными сбоями:

- несанкционированный вход в компьютерную систему компании, приводящий к ущербу от внесения изменений, порчи, перевода активов, предоставления кредитов и пр.;
- потери или повреждения электронных баз данных (в том числе в результате воздействия компьютерных вирусов);
- мошеннические поручения и подтверждения, переданные в компанию по системам электронной связи;
- мошеннические поручения и подтверждения, переданные в реестр.

Страхование рисков данных групп осуществляется в комплексе и по отдельности. Лимит страхового покрытия выбирает сама компания. Его размер не зависит от размера собственного капитала и определяется экономической целесообразностью (объемом оборота, наличием средств и пр.).

Лимит (млн. долл.)	Премия (тыс. долл.)
5	60-80
10	80-120
15	120-150

Особое внимание следует обратить на эффективность мероприятий внутреннего контроля, т. к. дополнительное исследование сторонней организацией значительно увеличивает финансовые затраты компании. Для

российских организаций, входящих в инфраструктуру фондового рынка, оптимальным представляется лимит страхового покрытия от 5 до 15 млн. долларов.

Риски размещаются среди нескольких компаний (зарубежных и российских). В соответствии с российским законодательством отечественным компаниям запрещено страхование напрямую у западного страховщика. Поэтому используется система перестрахования: договор заключается с российской компанией (например, на 0,01% участия), при этом предусматривается возможность перестрахования у зарубежной страховой компании.

Наблюдается тенденция страхования специализированных торговых систем. Так, в середине 2000г. торговая система РТС заключила договор страхования на сумму $10 млн. по двум отмеченным ранее группам риска. [58]

Особое внимание следует уделять процедуре внутреннего контроля в расчетно-депозитарных организациях, в ходе которого выявляются зоны повышенной концентрации рисков. Общая система внутреннего контроля призвана обеспечить:

- анализ рисков, возникающих при функционировании депозитария, регулярное наблюдение за участками повышенного риска, разработка рекомендаций по оптимизации функционирования системы;
- анализ причин возникновения расхождений во внутрифирменном учете, а также между данными внутреннего учета и данными реестра (субдепозитариев, торговых систем, центральных депозитариев), устранение данных причин, фиксация фактов расхождений;

- выборочная сверка данных внутреннего учета с данными регистраторов, субдепозитариев, центральных депозитариев, торговых систем;

Таким образом, расчетно-депозитарным организациям необходимо развивать процедуры управления рисками, в особенности операционными, так как значение человеческого фактора, а значит ошибок велико. Использование страхования как средства защиты в данном случае также оправдано. Однако в связи со значительными финансовыми затратами страхование доступно не всем организациям, поэтому следует развивать эффективные системы внутреннего контроля.

Заключение

Реформы экономики России за последнее десятилетие значительно изменили структуру отечественного хозяйства. Создание и развитие фондового рынка позволяет привлекать для финансирования различных отраслей экономики временно свободные денежные средства инвесторов. С целью стабилизации рынка и сведения к минимуму рисков участники рынка формируют инфраструктуру, представленную специализированными организациями, которые обеспечивают нормальное функционирование рынка и создают условия для привлечения инвестиций в различные отрасли экономики.

1. В диссертации проанализированы функции инфраструктуры, которые состоят в снижении издержек при заключении сделок между хозяйствующими единицами, так называемых «трансакционных издержек»; гарантировании выполнения достигнутых договоров (контрактов); поддержании устойчивых связей между отдельными субъектами рынка; обеспечении стабильности и непрерывности процесса обращения ценных бумаг. Правильная организация инфраструктуры фондового рынка создает условия максимально эффективного и своевременного осуществления операций с ценными бумагами. Этот процесс обеспечивается элементами инфраструктуры: торговой системой, расчетными и депозитарными организациями.

2. В диссертационном исследовании отмечено, что основными тенденциями развития мировой инфраструктуры фондового рынка стали :

- Объединение зарубежных торговых систем и создание межстрановых фондовых бирж. В результате формируются несколько центров торговли, преимущество которых будет определяться величиной издержек и своевременностью расчетов.

- Слияние национальных и международных расчетно-депозитарных организаций. Вследствие этого увеличивается ликвидность рынка за счет расширения номенклатуры ценных бумаг, упрощается управление залоговым обеспечением и кредитование ценными бумагами.
- Образование сети центральных депозитариев, связанных с системой денежных расчетов в реальном времени. Это дает возможность осуществлять международные расчеты по принципу «поставка против платежа».
- Развитие альтернативных торговых систем и активизация торговли ценными бумагами посредством Интернет, что позволяет устранить посредников, которые раньше имели исключительный доступ к операциям с ценными бумагами.
- Расширение вариантов заключения и исполнения сделок, среди которых инвестор выбирает оптимальный для себя: *стандартная схема исполнения на третий день (Т+3); расчеты в день совершения сделки; расчёты по принципу сделка-за-сделкой в реальном времени*.

3. В исследовании проведен анализ формирования биржевых систем ММВБ, РТС, МФБ на различных этапах становления фондового рынка. Установлено, что формирование элементов инфраструктуры российского рынка ценных бумаг было обусловлено процессами интеграции и специализации, повлекшими за собой образование торговых и расчетно-депозитарных холдингов, центральным сегментом которых стали торговые системы. Анализ структуры и функционирования холдингов позволил выделить три основные модели, на основе которых строилось взаимодействие элементов инфраструктуры.

4. С целью повышения привлекательности рынка ценных бумаг для внутренних и внешних инвесторов необходимо расширить спектр услуг,

предлагаемых расчетно-депозитарными организациями, осуществлять ведение портфеля ценных бумаг инвестора, проводить оперативный перевод ценных бумаг и денежных средств в течение дня, предоставлять краткосрочные кредиты участникам рынка. На основании сделанного анализа в диссертации предложено разделить функции расчетных и клиентских депозитариев, так как на российском рынке существует острая конкуренция между данными видами депозитариев. В результате снижается качество индивидуальных услуг, возрастает число ошибок, деятельность клиентских депозитариев становится нерентабельной и приводит к вытеснению их с рынка.

5. В диссертации разработана модель взаимодействия центрального депозитария и других элементов инфраструктуры в рамках Центрального расчетного депозитария (ЦРД) с соблюдением принципа поставки против платежа. Поручения, поступившие от всех участников торгов, непрерывно сверяются в ЦРД и, при наличии необходимого количества ценных бумаг или возможности получения кредита, готовятся к расчету. Клиринг целесообразно осуществлять по методу сделка-за-сделкой. Счета кредитных организаций должны быть сосредоточены в Федеральном расчетном центре, являющемся подразделением Банка России. Участие в расчетах Центрального банка позволит избежать риска несостоятельности расчетного центра. Переход к данной системе расчетов даст возможность осуществлять непрерывность платежей в течение дня, незамедлительную проводку по счетам. Это создаст предпосылки гарантированных расчетов по ценным бумагам, снизив риски неисполнения сделок, однако требует модернизации клиринговой системы на валовой основе.

6. В диссертации выделены три основных вида расчетных рисков: *понесения убытков по возмещению*, *потери основной суммы долга и ликвидности*. Впоследствии все три вида рисков могут перерасти в

системный риск, означающий невозможность участников рынка отвечать по своим обязательствам. Отмечено, что адаптация универсальных процедур риск-менеджмента к существующим моделям расчетов на российском рынке должна стать основным направлением в деятельности расчетно-депозитарных и торговых систем. В результате анализа возможных рисков при проведении операций по расчетам и исполнению сделок были уточнены методы управления рисками, адаптированные к российской практике: контроль за финансовым состоянием участников торговли; гарантия исполнения сделки; гарантийный фонд; кредитование ценными бумагами; залог денежными средствами и ценными бумагами; страхование операционных рисков.

7. За рамками данного исследования остались вопросы, связанные с деятельностью торговых и расчетно-депозитарных организаций как предприятий. В работе не рассматривались проблемы, связанные с определением правового статуса и форм деятельности бирж, технологий аукционной торговли, организационной структуры и управления расчетно-депозитарных организаций. Все эти вопросы требуют отдельного рассмотрения и внимательного анализа.

Реализация предложенных в диссертационном исследовании организационных, правовых и технологических решений, направленных на повышение эффективности инфраструктуры российского рынка ценных бумаг, будет способствовать его модернизации и дальнейшему развитию.

Список литературы

***Нормативные акты*:**

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть вторая.
3. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
4. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями от 13 июня 1996г.)
5. Федеральный закон от 20 февраля 1995г. №24-ФЗ «Об информации, информатизации и защите информации»
6. Указ Президента РФ N 721 от 1 июля 1992 г. “Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества
7. Указ Президента РФ «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» от 7.08.93. №1866
8. Указ Президента РФ "О мерах по обеспечению прав акционеров" от 27.08.93 №1769.
9. Положение о депозитарной деятельности. Утверждено постановлением Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг и фондовому рынку при Правительстве Российской Федерации № 36 от 16 октября 1997г.
10. Положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации. Утверждено постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 23 ноября 1998 года № 51.

11. Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг. Утверждено постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 02.10.97 N 27
12. Порядок распространения информации о ценных бумагах. Утвержден распоряжением ФКЦБ №133-р от 17 февраля 1998г.
13. Доклад о концептуальных подходах к месту и роли депозитарной деятельности на современном рынке ценных бумаг. Письмо Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 01.07.97 N ДВ-4117.
14. Концепция системы валовых расчетов в режиме реального времени Банка России. Решение Совета директоров ЦБ РФ от 13 июня 1997г протокол №20.
15. Временное положение о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг. 15.06.1998 №. 23

Монографии и статьи:

16. Абрамов А. Корпоративные облигации - инструмент финансирования реальной экономики //Рынок ценных бумаг. - 2000 № 12 –с. 58
17. Абрамов А. Развитие инфраструктуры российского рынка ценных бумаг. //Вестник НДЦ.-2001 №. 2 –с.28
18. Агеев А., Аксенова Г.В. Руководство по кастодиальной деятельности. М. 1997, –с. 359
19. Аксенова Взаимодействие расчетных депозитариев НДЦ и ДКК при переводе ценных бумаг из одного депозитария в другой. – 2000 №2 – с.46
20. Алексеев А. Проблемы российского settlement management //Рынок ценных бумаг - 2000 № 2 –с. 54
21. Алексеев М.Ю. Депозитарная деятельность - М., 1998.-с. 216
22. Алексеев М.Ю. Объединение трансфер-агентов – веление времени //Рынок ценных бумаг. - 2000 № 2–с. 46

23. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг и организация работы на нем. -М.: Перспектива, 1991. – с. 134
24. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1992.-с. 352
25. Алексеев М.Ю., Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. - М.: Перспектива, 1992. – с. 204
26. Амосов С. Оценка достаточности гарантийного фонда. //Рынок ценных бумаг. –2000 №4 -с. 37
27. Астанин Э., Салахутдинов В. Современные информационные технологии для инвесторов рынка ценных бумаг //Рынок ценных бумаг – 2000, № 22–с.73.
28. Бекаревич П. Создание системы мер снижения рисков в депозитариях, //Рынок ценных бумаг - 2000 № 10 –с. 65
29. Бочаров В.В. Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. - М .: Финансы и статистика, 1993. - 144 с.
30. Вереникин А. Трансакционные издержки в рыночной экономике //Вестник Московского университета. –1997. №3 с. 52-64.
31. Витин А. Рынок ценных бумаг и инвестиции: кризис и предпосылки его преодоления/ /Вопросы экономики. - 1998 - № 9 - С. 136-147.
32. Воробьева Г. Теория и методология профессионального клиринга. М. 1995 –с. 148
33. Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России. Материалы Первого Всероссийского совещания по рынку ценных бумаг и срочному рынку. -М .: ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа», 1999. - 48 с.
34. Выполнение рекомендаций G-30 по странам. 1995. ISSA.
35. Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. - М.: Экономика, 1998.- 222 с.

36. Гапоненко А.Л. Новые тенденции экономического развития. -М .: Изд-во РАГС, 1997.-41 с.
37. Гутброд М. Право голоса акционеров в депозитарных правоотношениях и требования к лицензированию. Мысли вслух для законодателя //Рынок ценных бумаг. - 2000 - № 10 - С.26-35
38. Долан Э. Дж. Линдсей Д. Микроэкономика /Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ ред. Б. Лисовика и В. Лукашевича. С-Пб. 1994. –с. 446
39. Домбровский А. Анализ состояния рисков профессиональных участников на рынке ценных бумаг //Рынок ценных бумаг - 2000 № 2– с. 49
40. Доронина Н.Г. Семилютина Н.Г. Правовое регулирование иностранных инвестиций в России и за рубежом. - М.: Финстатинформ, 1993.-с. 128
41. Евстигнеев В. Российский фондовый рынок и мировая экономика //Экономист. - 1998 - № 2 - С.45-55.
42. Жинкин А. Безопасность реестра // Рынок ценных бумаг. №8, 1997.
43. Жинкин А. Технология работы трансфер-агентского центра //Рынок ценных бумаг - 2000 № 2 –с.59
44. Жинкин А., Калинин М., Ланськов П., Как нам реорганизовать учетную инфраструктуру российского фондового рынка. Концептуальные подходы //Рынок ценных бумаг – 2000, № 17–с.54
45. Жуков Е.Ф. Инвестиционные институты. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998.-199 с.
46. Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. - М .: Ю НИТИ, 1995.-224 с.
47. Закарян И., Филатов И. Интернет как инструмент для финансовых инвестиций. - М .: СМ&А, 1998. - 256 с.

48. Захаров А. Роль биржи в инфраструктуре фондового рынка// Рынок ценных бумаг, №15, 1996.
49. Защита и обеспечение прав акционеров. /Сост. Т.М.Медведева. - М .: Деловой экспресс, 1998. - 96 с.
50. Иностранные инвестиции в России: Проблемы и перспективы. Отв. ред. Астапович А., Григорьев Л. - М.: Информарт, 1993. -204с.
51. Исправников В.О. Экономическая реформа: приоритеты и механизмы. - М.: Луч, 1993. - 58 с.
52. Камаев В. Д. Экономика и бизнес. - М .: Из-во МГТУ, 1993. - 464 с.
53. Капелюшников Р. И. Экономическая теория прав собственности (методология, основные понятия, круг проблем). – М.: ГПСИ АН СССР, 1990. 90с.
54. Карпиков Е. Механизмы минимизации рисков в процессе организации биржевой торговли ценными бумагами //Рынок ценных бумаг. – 2000 №8 –с. 54
55. Кещан В. Г. Вопросы становления рынка ценных бумаг и биржевой деятельности в России. М. 1997. –с. 145
56. Кириллов К.В. Операции на бирже. - М .: Менатеп-Информ, 1991.-96 с.
57. Колесников В.И., Тарасевич Л. С. Ценные бумаги. -М.: Финансы и статистика, 1998. – с. 416
58. Корищенко К. Фондовая биржа РТС обновляет технологии торговли //Рынок ценных бумаг – 2000, № 19–с.73
59. Корпорации и национальные фондовые рынки на примере Америки. - М.: Крокус Интернэшил, 1992. - 88 с.
60. Кравцов Н. Ценные бумаги и механизм сделок на фондовом рынке. М. 1994 –с. 116

61. Кривошеев В. Страхование рисков финансовых институтов будет развиваться вместе с ростом фондового рынка //Рынок ценных бумаг. - 2000 № 18 –с. 54
62. Кульман А. Экономические механизмы. - М .: Прогресс, 1993.-192 с.
63. Кураков В. Л. Правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации. - М.: Пресс-сервис, 1998. – с. 288
64. Курилов К. Разделение собственных и клиентских счетов участников торгов в Системе гарантированных котировок РТС //Рынок ценных бумаг - 2000 № 1–с.53
65. Лансков П. Состояние и тенденции развития рынка услуг регистраторов и депозитариев в 2000 г. //Рынок ценных бумаг - 2000 № 2 –с.59
66. Лауфер М. НДЦ: новые горизонты развития //Вестник НДЦ.-2001 №. 2
67. Лауфер М. Новые ориентиры мировых финансовых бирж //Рынок ценных бумаг, №10, 1999.
68. Левандо Д. В. Микроструктура российских фондовых рынков. //Банковские технологии. - 1998 № 7 –с.23
69. Лесовая Н. Н. Клиринг как компонент инфраструктуры рынка ценных бумаг. СПб. 1998.–с. 154
70. Малахов. С. Трансакционные издержки в российской экономике. //Вопросы экономики. –1997. №7. –С.77-86
71. Маркс К. Капитал т.1 –с. 112-116
72. Маркс К. Капитал т.2 –с. 289-315
73. Мау В. Экономика и право. Конституционные проблемы экономической реформы в России /М.: НЭППП, 1998. – С. 85
74. Махненко С.И. Рыночная инфраструктура: проблемы системного становления. 1999

75. Миловидов В. Д. Финансовый рынок и экономика России: размер не имеет значения?//Рынок ценных бумаг. - 1999 - № 4 - С.9-13.
76. Миловидов В.Д. Современное банковское дело: опыт организации и функционирования банков США. - М .: Из-во МГУ, 1992. –с174
77. Миркин Я. М. Как изменять технологическую инфраструктуру фондового рынка? //Рынок ценных бумаг. – 2000 №21 –с. 56.
78. Миркин Я.М Как структура собственности определяет фондовый рынок? //Рынок ценных бумаг - 2000 № 1 – с. 34
79. Миркин Я.М. 30 тезисов. Ключевые идеи развития фондового рынка //Рынок ценных бумаг - 2000 № 11 – с. 27
80. Миркин Я.М. Как изменять технологическую инфраструктуру фондового рынка? //Рынок ценных бумаг – 2000, № 21 –с.67.
81. Миркин Я.М. Фондовые биржи в России: стать коммерческими, чтобы выжить. //Рынок ценных бумаг. - 2000 № 10–с. 31
82. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995. – с.550
83. Мировой банк реконструкции и развития. Экономические реформы в России: на пороге структурных перемен. Докл.: - М .: Республика, 1995.-320 с.
84. Мировой банк. Техника приватизации государственных предприятий. Часть 2.-М.: Прогресс, 1994. - 206 с.
85. Миронов Е. Депозитарные расписки: после ADR и GDR настала очередь EDR? //Рынок ценных бумаг. –1999 №14 -с. 28
86. Мобиус М. Руководство для инвестора по развивающимся рынкам. - М .: Атон, 1995. - 224 с.
87. Мовсеян А. Информационно-финансовый подход к экономической интеграции. //Вопросы экономики. –1997.№7- с.87-96.

88. Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. –М. Международные отношения, 1983.
89. Мусатов В.Т. Фондовый рынок: Инструменты и механизмы. - М .: Международные отношения, 1991. - 192 с.
90. Мусатов В.Т., Шевцов А.В. Школа акционера и биржевика –М.: 1992.
91. Мэнкью Н.Г. Макроэкономика. Пер. с англ. – М.; Издательство МГУ, 1994. –735с.
92. Национальная котировальная система. Интернет-сайт.
93. Норт Д. К. Институты и экономический рост: историческое введение М.: Thesis, 1993. Т.1. – Вып.2–С.69-91.
94. Нью-Иоркская фондовая биржа: Устав Нью-Иоркской биржи. - М .: Интеркомплекс, 1992. – с. 512
95. Овчинников В. В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг. - М.: КомпьюЛог, 1998. – с. 488
96. Первозванский А. А. Финансовый рынок: Расчет и риск. - М.: ИНФРА-М, 1994. – с. 192
97. Петров. В. Современное состояние инфраструктуры фондового рынка России. М.; 1998 –с. 215
98. Радыгин А. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций: Сб. научных трудов /Российская академия наук и др. - М .: НЭППП, 1998. – с. 283
99. Редько Н. Коммерческие банки как элементы инфраструктуры инвестиций в экономику Российской Федерации //Рынок ценных бумаг. - 2000 приложение, апрель – с.23
100. Решетникова И. В., Хинкин П. В., Ярков В. В. Защита прав инвесторов. - М .: Деловой экспресс, 1998. – с. 52
101. Ржанов А. А. Регулирование развитие рыночной инфраструктуры в Российской Федерации. -М., 1997, –с. 116

102. Рубенчик. Модель междепозитарных отношений. Европейская ассоциация центральных депозитариев. //Депозитариум, №12, 1999, –с. 64

103. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. - М .: ИНФРА-М, 1996. –с. 304.

104. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития М.2000, – с.124

105. Сажина М.А., Чибриков Г.Г. Экономическая теория. - М.: Норма-ИНФРА-М, 1998,–с. 456

106. Самуэльсон П. Экономика: В 2 т.: - М.: Алгон, ВНИИСИ, 1992.- Т.1.-ЗЗЗс., т.2. –с. 415

107. Семенкова Е. В. Ценные бумаги в системе финансовых потоков. - М.: Рос. экон. акад., 1998. – с.76

108. Семенов А. Регистраторский бизнес - актуальные проблемы //Рынок ценных бумаг – 2000 № 13–с. 61.

109. Соловьев Д. Кредитование как неотъемлемая часть услуг кастодиального депозитария //Рынок ценных бумаг – 2000, № 19

110. Соловьев Д. Кредитование ценными бумагами. Истоки. Проблемы. Перспективы. //Рынок ценных бумаг – 2000, № 17–с.43

111. Страхова О. Европейский кастодиальный бизнес: основные факторы и перспективы развития //Рынок ценных бумаг. – 2000 №12 – с .45

112. Тарачев В.А. Ценные бумаги и привлечение инвестиций. -М .: Рейтинг, 1997.-312 с.

113. Тарачев В. Новые законы - новые технологии //Рынок ценных бумаг – 2000, № 21–с.68

114. Тарачев В.А. Российский рынок ценных бумаг и механизмы привлечения инвестиций в народное хозяйство. М. 1997, –с. 287

115. Телятников А. Проблемы и перспективы электронной торговли на российском рынке ценных бумаг //Рынок ценных бумаг – 2000, № 22–с.68.

116. Томлянович С.А. Перспективы развития инфраструктуры фондового рынка в 2000 г. //Рынок ценных бумаг - 2000 № 2 –с.48

117. Томлянович С.А. Российский фондовый рынок: итоги тысячелетия. //Финансист - 2001 № 9 –с.48

118. Топоров Д.А. Биржевая торговля ценными бумагами, золотом, валютой. - М .: Община, 1992. – с.152

119. Тьюлз Р.Д., Бредли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок. -М .: ИНФРА-М, 1997. – с.648.

120. Фаминский И.И. Россия: Внешнеэкономические связи в условиях перехода к рынку. - М.: Международные отношения, 1993. - 432с.

121. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Годовой отчет. 2000.-М .: ФКЦБ России, 2001. - 109 с.

122. Фондовые рынка США: Основные понятия, механизмы, терминология. - М .: Церих - ПЭЛ, 1992. - 184 с.

123. Халевинская Е. Д. Евробанк: политическая структура, банк развития, коммерческий банк. - М .: Финансы и статистика, 1992. -92с.

124. Цветков Н. Российские финансовые институты сегодня.//Рынок ценных бумаг. - 2000 № 23 –с.19

125. Чалдаева Л. А. Экономика и организация биржевого дела в России. -М: АООТ «Фининнова», 1998. - 182 с.

126. Чаплыгина Т. Биржевые системы минимизации рисков. //Рынок ценных бумаг. - 2000 № 7–с.24

127. Черкасский Б.Б., Доклад о Центральном депозитарии. Интернет-сайт www.zhinkin.total.ru

128. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада: Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа. -Н.Новгород: Ай Кью, 1992. - 176 с.

129. Шихата И. Правовая реформа. Теория и практика. - М.: ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа», 1998. - 256 с.

***Иностранная литература*:**

130. Bank for international settlements. DVP Risks. Basel, 1992 –p. 71

131. Bank for international settlements. Real-time gross settlement systems., Basel, 1997. –p. 54

132. Bank for international settlements. Interrelationships between RTGS systems and other payment. Basel, 1999. –p. 69

133. Clearnet. Rules & conditions for clearing house membership. Paris, 2000. –p. 114

134. CREST. Clearing & Custody Disclosure. London, 1998. –p. 54

135. CRESTco Steering Group. DVP Report. London. 2000., –p. 114

136. Cruickshank. D. Stock Exchange Competition Report. London, LSE 2001., – p. 46

137. Demsetz H. Toward a theory of property rights. //American Economic Review, 1967, v. 57, №2., –p. 16

138. Depository trust company. Response to the disclosure framework for securities settlement systems. W. 1997., –p. 114

139. Deutscher Kassenverein. Disclosure framework disclosure framework for securities settlement for securities settlement systems. Frankfurt, 1999, –p.67

140. ECSDA. A report on Cross-border repo transactions. 1999

141. ECSDA. Matching criteria for Cross-border DVP transactions. 1993

142. ECSDA. Report on the infrastructure for securities settlement collateral management for the purposes of the escb credit and monetary policy operations. 1998.

143. ECSDA. Technical characteristics of links between CSDs., 1998

144. Euroclear. The pan-European settlement solution for efficient and competitive capital markets. EOC., 1999.

145. Euronext Web Site. Amsterdam, Brussels and Paris merge to create the leading European Exchange. 2000

146. European Central Bank. Third Progress Report on the TARGET Project. Frankfurt. 1998

147. Fedwire Book-Entry Securities Transfer Service. Response to the Disclosure Framework for Securities Settlement Systems. 1997

148. FIBV. Year Reports 1998-2000

149. Global Custodian. Market Analisyses 1998, 1999, 2000

150. Group 30. Report of Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the. 1989

151. IOSCO. A legal framework for clearing and settlement in emerging markets. 1997.

152. IOSCO. Causes, effects and regulatory implications of financial and economic turbulence in emerging markets. 1999.

153. IOSCO. Internet Trading Report. 1999

154. IOSCO. Securities Lending Transactions: Market Development and Implications Report. Montreal, 1999. –p. 24

155. LSE. Central Counterpart Measures. London, 2000. –p. 16

156. Murray. T. Global Securities Guide. London 1995. –p. 218

157. Nasdaq Europe. Strategy Review. London., 2001 –p. 29

158. Nasdaq Europe. The Operations. London, 2001 –p. 36

159. North D. C. Institutions, transaction costs, and economic growth. - «Economic Inquiry», 1987, v. 25, №3. –p. 119

160. North D. C. Transaction costs, institutions, and economic history. - «Journal of Institutional and Theoretical Economics)), 1984. v. 140, №1. –p. 254

161. SBF-Paris Bourse The Organization and Operation of the Regulated Market. Paris, 1997, –p. 57

162. SBF-Paris Bourse. Listing and trading rules. Paris, 1998, –p. 47

163. SBF-Paris Bourse.Clearing & Settlements. Paris, 1998, –p. 39

164. Sicovam. Clearing & Custody Disclosure. Paris, 1998, –p. 41

165. Sicovam. Clearing Rules Manual. Paris 1998, –p. 35

166. Williamson O.E. Transaction Cost Economics.: Handbook of Industrial Organization. Ed. by R. Schmalensee and R.D.Willig. Elsvier Science Publishers B.V., 1989, vol. 1.

Приложения

Приложение 1. Выдержки из рекомендаций Доклада «Группы 30».

Рекомендация 1

Сверка условий сделок должна производиться не позднее, чем на следующий рабочий день после заключения сделки, т.е. на день T+1. Этот стандарт сверки позволит ускорить цикл исполнения сделки и уменьшить тем самым общие и индивидуальные риски, связанные с незакрытыми сделками.

Рекомендация 2

Косвенные участники рынка, не являющиеся брокерами/дилерами должны стать членами системы сверки сделок, которая позволит подтверждать информацию о деталях сделки. Невозможность своевременно сверить условия сделки увеличивает степень риска срыва исполнения, что увеличивает рыночный риск и издержки на организацию расчетов.

Рекомендация 3

Необходимо создания центральных депозитариев в каждой стране, участвующей в настоящем докладе.

Рекомендация 4

Каждая страна должна определить, путём изучения объёмов рынка и действий его участников, будет ли организация системы зачета сделок полезна для снижения риска и увеличения эффективности. Централизованные клиринг и исполнение того или иного типа могут быть использованы как инструмент локализации риска и сведения его к минимуму.

Рекомендация 5

Существенный риск при исполнении сделок по ценным бумагам возникает в случаях, когда поставка ценных бумаг происходит без одновременного получения поставляющей стороной причитающейся денежной суммы. Одновременный обмен ценностями позволяет избежать риска, связанного с изменением цены и с невозможностью действовать в соответствии с обязательствами. Принцип ПШ

позволяет устранять уязвимость стороны, возникающую в результате задержки поставки или платежа другой стороной.

Рекомендация 6

Денежные платежи, связанные с исполнением сделок по ценным бумагам и с обслуживанием портфелей ценных бумаг, должны осуществляться единообразно по всем финансовым инструментам и рынкам на основе соглашения о зачислении фондов "в тот же день".

Рекомендация 7

Основной целью является достижение исполнения в Т+3 день. Те рынки, которые сейчас оперируют на основе исполнения в Т+5 день или быстрее, должны рассмотреть возможность достижения конечного стандарта Т+3 к 1990 году. Промежуточный этап Т+5 рекомендуется для рынков, действующих в настоящее время в более продолжительных временных рамках.

Рекомендация 8

Ссуды и займы ценных бумаг должны быть поддержаны как метод повышения надёжности при завершении сделок. Займы ценных бумаг становятся в этом случае для участников рынка эффективным средством своевременно исполнить свои обязательства по сделке. В то же время у заёмщика возникают временные долговые обязательства перед ссудодателем.

Приложение 2. Стандарты расчетно-депозитарной деятельности Европейского Союза

В целях снижения этих и других рисков Европейский монетарный институт выпустил в январе 1998г. специальные стандарты, призванные дополнить предложения Группы 30 и усовершенствовать систему расчётов по ценным бумагам.

Стандарт 1: Отсутствие кастодиальных рисков

Для ограничения рисков хранения расчётные системы по ценным бумагам должны иметь прямые отношения с эмитентами или с другими расчётными системами. Подразумевается, что риски кастодианов сводятся к минимуму, и все отношения расчётной системы с эмитентами, опосредованные депозитариями-кастодианами, проводятся напрямую.

Стандарт 2: Прозрачность рисков и условия членства в системе.

Расчётные системы по ценным бумагам должны обеспечивать центральные банки первичной информацией по возможным рискам в расчётах по ценным бумагам. Правила доступа и выхода участников из системы должны быть объективны и общедоступны.

Стандарт 3: Необратимость внутридневных расчётов.

Системы расчётов по ценным бумагам должны обеспечивать проведение операций центральных банков по внутридневному кредитованию и overnight кредитованию на условиях необратимости внутридневных расчётов. Системы не должны подвергать центральные банки различным видам рисков, когда проводятся операции с участниками системы.

Для соблюдения этих принципов системы расчётов по ценным бумагам должна отвечать следующим условиям:

- использование системы нетто-расчётов (net settlement system)с несколькими циклами обработки в течение дня;
- использование валовой системы расчетов в реальном времени (real-time gross settlement system).

Приложение 3. Примерные тарифы на депозитарных операций ведущими российскими депозитариями, данные за 2000 г.

% или $ Тыс. руб.	Flemings	Тройка	Гута	Местбанк	Импекс	МДМ банк	Автобанк	Росбанк	ДКК	НДЦ
Депозитарные операции										
Открытие счета	$10	$5	0	0	$2		$14,2	0	$30	0
Ведение счета	$25	$25	-	-	$2	$10	0,1%	0,2%, $100	$150	0,0024%
Зачисление/Списание	$10	$0/10	-	-	$15	$5	-/8,3	0/20	$0/45	10/26
Залог	75	-			0.1%	$36	$3,3			
Отмена поручения	10	0	0	0	0	0		0	10	0
Перечисление дохода по бумагам	0						0,08%		0,2%	0
Операции по междепозитарным счетам				$10	$1	$6		$10	20	
Перерегистрация				$35/150				$20/75		

Приложение 4. Соотношение издержек участников торговли при работе на ведущих российских торговых системах

Виды расходов	**ММВБ**	**РТС (СГК)**	**РТС**
Членский взнос	0	$200	0
Услуги по организации торговли	0	$1	$200
Услуги передачи данных	$1 875	$100	$450
Программное обеспечение	$400	$100	$400
Ведение счета в банке	$20	$30	0
Ведение счета в депозитарии	$35	$150	0
Прочие издержки	-	$37	0
Итого	$2 330	$618	$1 050

Источник: Интернет-сайт РТС, www.rts.ru

Приложение 5. Выдержки из Постановления Правительства РФ от 10 июля 1998 года N 741 «О мерах по созданию национальной депозитарной системы».

Основной целью деятельности Центрального депозитария является обеспечение прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации в соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг", другими федеральными законами и указами Президента Российской Федерации, а также постановлениями Правительства Российской Федерации.

На Центральный депозитарий возлагается выполнение следующих функций:

а) обеспечение сохранности неконфиденциальной информации о праве собственности на ценные бумаги, об объемах и ценах сделок на рынке ценных бумаг, а также копий уставных документов и обязательной отчетности, поступающей от эмитентов ценных бумаг;

б) сбор, государственная регистрация и хранение информации, поступающей от эмитентов ценных бумаг, регистраторов и организаций, имеющих лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на право осуществления депозитарной деятельности и входящих в национальную депозитарную систему;

в) сбор, хранение и распространение информации, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации;

г) предоставление документов, подтверждающих права на ценные бумаги, которые хранятся в национальной депозитарной системе и (или) права на которые учитываются в национальной депозитарной системе, по запросам судов, федеральных органов государственной власти, органов государственной власти субъектов Российской Федерации, органов местного самоуправления, а также собственников ценных бумаг;

д) осуществление иной деятельности, возложенной на него в соответствии с федеральными законами, указами и распоряжениями Президента Российской Федерации и постановлениями Правительства Российской Федерации, включая депозитарную деятельность на рынке ценных бумаг.

Для осуществления деятельности в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 16 сентября 1997 г. N 1034 Центральный депозитарий

получает лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг н право осуществления депозитарной деятельности.

Центральный депозитарий не может заниматься иной профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, кроме деятельности, указанной в пункте 9 настоящего устава, а также выступать номинальным держателем ценных бумаг.

3. Уставный фонд и имущество

Центральный депозитарий может иметь на праве хозяйственного ведения здания, сооружения, оборудование, инвентарь, денежные средства в рублях и иностранной валюте, ценные бумаги и иное имущество, может иметь в пользовании земельные участки. Центральный депозитарий владеет, пользуется и распоряжается указанным имуществом в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Источниками формирования имущества Центрального депозитария в денежной и иной форме являются:

- взнос в уставный фонд Центрального депозитария;
- выручка от реализации товаров (работ, услуг);
- доходы, получаемые от использования своего имущества;
- добровольные имущественные взносы и пожертвования;
- другие не запрещенные законом поступления.

Уставный фонд Центрального депозитария составляет 10 000 000 (десять миллионов) рублей и формируется за счет денежных средств и иного имущества, находящихся в федеральной собственности.

Уставный фонд Центрального депозитария до его государственной регистрации полностью оплачивается учредителем.

Уставный фонд Центрального депозитария может быть увеличен или уменьшен по решению учредителя в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации.

Если по окончании финансового года стоимость чистых активов Центрального депозитария окажется меньше его уставного фонда, учредитель обязан произвести в установленном порядке уменьшение уставного фонда Центрального депозитария.

Приложение 6: Выдержки из положения ЦБ РФ от 24 августа 1998 года N 50-П «О системе валовых расчетов в режиме реального времени Банка России»

Цели и задачи системы валовых расчетов в режиме реального времени

Модернизация платежной системы России приведет к существенному ускорению оборачиваемости денежных средств, расширению временных рамок работы платежной системы до 16-20 часов. При этом платежная система будет проектироваться таким образом, чтобы обеспечить необходимую гибкость, позволяющую иметь "расчетные окна", совпадающие по времени с функционированием различных сегментов финансового рынка, что позволит российским потребителям банковских услуг эффективно использовать свои денежные средства не только в расчетах внутри страны, но и в международных платежных системах.

Основные цели системы валовых расчетов в режиме реального времени:

- Оперативное зачисление на счета кредитных организаций поступивших средств, предоставление возможности немедленного их использования.
- Ускорение оборачиваемости денежных средств и сокращение объемов средств кредитных организаций в расчетах в Банке России.
- Обеспечение эффективной работы системы внутрибанковских расчетов, расчетов на основе корреспондентских отношений, а также расчетно-клиринговых палат.
- Реализация мероприятий денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации, обслуживание кредитных, депозитных, валютных и других сделок Банка России.
- Консолидация ресурсов кредитных организаций для проведения расчетов, централизованное управление операциями подразделений Банка России.

Состав участников системы валовых расчетов в режиме реального времени

Участниками системы валовых расчетов в режиме реального времени являются подразделения Банка России, клиенты Банка России, кредитные организации, в т.ч.

расчетно-клиринговые палаты, деятельность которых связана с обособленным режимом обработки информации.

Все участники системы валовых расчетов в режиме реального времени могут иметь терминал, обеспечивающий электронный обмен документами и информацией с ФРЦ. В случае отсутствия терминала участники осуществляют обмен документами с ФРЦ через АРМы.

Ограничений на участие кредитных организаций и клиентов Банка России в системе валовых расчетов в режиме реального времени не предусматривается, за исключением требований по соблюдению условий эксплуатации, предусмотренных нормативно-техническими документами.

Создание и поддержание в должном состоянии платежной системы является одной из ключевых задач Банка России наряду с проведением денежно-кредитной политики и поддержанием устойчивости банковской системы.

Платежная система состоит из системы учреждений, набора инструментов и процедур, используемых для передачи денежных средств между физическими и юридическими лицами с целью выполнения возникающих у них ежедневно платежных обязательств. В соответствии с законодательством Банк России обеспечивает общее руководство платежной системой, ставя во главу угла необходимость обеспечения ее эффективности, стабильности, надежности и безопасности.

Архитектура системы валовых расчетов в режиме реального времени

Создаваемая система валовых расчетов в режиме реального времени представляет собой одноуровневую систему: счета кредитных организаций и клиентов Банка России сосредоточиваются в Федеральном центре расчетов (ФРЦ).

Федеральный центр расчетов - специализированное расчетное подразделение Банка России, обеспечивающее проведение расчетов и учет операций между кредитными организациями и клиентами Банка России, а также ряда операций подразделений Банка России.

Взаимодействие кредитных организаций и клиентов Банка России с ФРЦ осуществляется с использованием терминала системы валовых расчетов в режиме реального времени (далее по тексту - терминал) специализированного программно-

аппаратного комплекса, устанавливаемого в кредитных организациях и у клиентов Банка России. Выверка расчетов ФРЦ с кредитными организациями, клиентами Банка России, имеющими терминал, будет производиться текущим операционным днем.

Подразделения существующей расчетной сети будут обеспечивать ввод и передачу информации кредитных организаций и клиентов Банка России, не имеющих возможности электронного обмена документами с ФРЦ, осуществляя при этом функции операционных служб по приему и обработке расчетных документов на бумажных носителях с использованием автоматизированного рабочего места (АРМ) системы валовых расчетов в режиме реального времени, установленного в расчетных подразделениях Банка России.

Система расчетов, работающая в режиме реального времени, основывается на том, что все кредитные организации, включая расчетные и клиринговые палаты, обязаны иметь счета для проведения расчетов в учреждениях Банка России. При этом Банк России допускает как наличие консолидированных счетов, открытых только головным банкам, так и счетов, открытых филиалам банков. Вместе с тем Банк России будет рекомендовать кредитным организациям консолидировать свои счета в Банке России и будет поддерживать усилия в этом направлении, признавая право банков проводить эту работу в сроки, соответствующие их потребностям.

Изначально система расчетов между кредитными организациями в режиме реального времени будет основана на осуществлении расчетов исключительно в пределах имеющихся остатков средств на их корреспондентских счетах в учреждениях Банка России. Одновременно Банк России будет развивать свои возможности по предоставлению банкам краткосрочных внутридневных кредитов для своевременного завершения платежей. По мере совершенствования инструментов денежно-кредитной политики и укрепления российской банковской системы станет возможным переход к автоматическому предоставлению таких кредитов в пределах определенной части обязательных резервов банков, хранящихся в ЦБР. Банк России намерен стимулировать и поддерживать развитие негосударственных расчетных и клиринговых систем, уделяя самое серьезное внимание регламентированию и надзору за этой деятельностью.

Основные принципы проведения расчетов.

Обмен платежной и иной информацией в сеанса системе валовых расчетов (СВР) осуществляется посредством обращения электронных документов (ЭД), в качестве которых рассматриваются электронные платежные и служебно-информационные документы (ЭПД и ЭСИД).

Платежи совершаются непрерывно в течение регулярного (СВР), немедленно по поступлении ЭПД. Списание и зачисление средств по счетам участников и пользователей СВР в ФРЦ производится в режиме реального времени.

Прием ЭПД (пакетов ЭПД) к счету пользователя СВР осуществляется ФРЦ независимо от величины текущего остатка средств на его счете.

Платежи проводятся на индивидуальной основе, в пределах текущего остатка средств на счете пользователя СВР и лимита установленного Банком России внутридневного дебетового сальдо по счету пользователя СВР на момент исполнения ЭПД.

Распоряжение в виде ЭПД (пакета ЭПД) на списание средств со счета пользователя СВР, открытого в ФРЦ, может составляться:

- пользователем СВР - владельцем счета;
- ФРЦ в случаях, установленных законодательством или договором корреспондентского (банковского) счета;
- участником СВР, выполняющим по отношению к данному пользователю СВР функции ОКЦ в случаях, установленных законодательством и договором на операционно-кассовое обслуживание.

ЭПД, предъявленные к оплате со счета пользователя СВР в ФРЦ и не исполненные в режиме реального времени из-за недостаточности средств и исчерпания лимита разрешенного внутридневного дебетового сальдо, помещаются во внутридневную очередь (откладываются) до момента их оплаты, но не позднее окончания текущего операционного дня ФРЦ.

При наличии отложенных ЭПД все последующие ЭПД, предъявленные к оплате со счета пользователя СВР в течение операционного дня, помещаются во внутридневную очередь в порядке их поступления.

При поступлении средств на счет пользователя СВР в ФРЦ в течение операционного дня ЭПД, находящиеся во внутридневной очереди, исполняются (оплачиваются) автоматически в порядке их поступления.

Право отзыва ЭПД из внутридневной очереди к счету пользователя СВР в ФРЦ имеет составитель данного ЭПД, которым может быть пользователь СВР - владелец счета, ФРЦ или участник СВР, выполняющий по отношению к данному пользователю функции ОКЦ.

Пользователь СВР в течение регулярного сеанса СВР вправе отзывать составленные им ЭПД из внутридневной очереди к своему счету в ФРЦ.

В течение операционного дня ФРЦ Банк России вправе принять решение о проведении сеанса (сеансов) оптимизации по отношению к ЭПД, помещенным во внутридневные очереди, при этом проведение регулярного сеанса СВР приостанавливается.