

Александр Юлианович  
**Агеев**

## Так было

### У истоков рынка

Так уж сложилось, что, получив инженерное образование, я вместо работы в НИИ занялся построением инфраструктуры фондового рынка России.

Уйдя в 1992 году, через три года после защиты диссертации, из науки и проработав некоторое время в коммерческой фирме, я поступил на курсы финансового менеджмента при Академии народного хозяйства. Во многом благодаря этим курсам у меня и нескольких моих товарищей возникло сильное желание организовать компанию, которая оказывала бы услуги на рынке ценных бумаг. Был конец 1993-го — начало 1994 года. В то время среди участников рынка не было разделения на брокеров, регистраторов и т. д., и мы параллельно с брокерской деятельностью хотели заниматься и регистраторской. В результате в 1994 году мы вчетвером организовали компанию, которую назвали «Основание». И теперь, через 12 лет, все трое моих бывших коллег продолжают успешно работать на фондовом рынке в другой известной компании — Брокерский дом «Открытие».

Рынок ценных бумаг оказался хорошим местом приложения знаний и сил для инженеров, математиков, физиков. Многие из тех, кто профессионально работает на фондовом рынке, до его появления даже не предполагали, что их деятельность будет связана с акциями, котировками, счетами депо. Сам российский фондовый рынок на заре своего становления был таким романтическим местом, куда стремились многие, желавшие быть на переднем крае перемен, которые происходили в экономической сфере. Однако, несмотря на все открывающиеся перспективы, я все-таки не набрался достаточного мужества, чтобы пройти тернистый путь от создания новой компании на рынке с постоянно меняющимися условиями до ее рассвета. Мне показалось более полезным получить опыт работы в западной компании, с уже сложившейся историей, традициями, технологиями работы. И когда в мае 1994 года я узнал, что компания Arthur Andersen ищет специалистов для проекта, который назывался «Развитие рынка капиталов», я ушел из «Основания», и после нескольких интервью вошел в число консультантов Arthur Andersen.

Большой проект, в котором участвовала компания Arthur Andersen спонсировался Агентством США по международному развитию (U.S. Agency for International Development — USAID) и Know-How Fund (Великобритания). Наша часть проекта спонсировалась USAID. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) России явля-



#### **А. Ю. Агеев**

##### **1994**

Брокерская компания  
«Основание»

##### **1994–1997**

Консультант ФКЦБ РФ  
(в составе группы Arthur Andersen), руководитель группы, директор проектов

##### **1997–1998**

Директор комитета  
по расчетам и управлению  
рисками РТС

##### **1998–2003**

Заместитель начальника,  
начальник Управления  
ответственного хранения  
ценных бумаг (депозитария)  
КБ «Чейз Манхеттен Банк  
Интернешнл» (позже КБ  
«Дж.П. Морган Банк  
Интернешнл»)

##### **2003–2006**

Начальник операционного  
департамента КБ  
«Дж.П. Морган Банк  
Интернешнл»

лась была нашим главным клиентом. В рамках этого проекта западные и российские консультанты участвовали в разработке и создании нормативной, методологической и технологической основы российского фондового рынка. Работа над масштабным проектом была разделена между четырьмя компаниями «Большой шестерки»: Arthur Andersen, KPMG, Price Waterhouse, Deloitte & Touche. Компания Arthur Andersen занималась вопросами развития системы учёта прав на ценные бумаги, включая деятельность регистраторов и депозитариев, а также вопросами развития брокерского бэк-офиса. Я работал в группе, которая отвечала за инфраструктуру. В частности, мы пытались дать определение места регистраторов в инфраструктуре рынка ценных бумаг, участвовали в создании правил работы для регистраторов, разработкой требований к регистраторам, проблемами управления рисками их профессиональной деятельности. Специалисты KPMG занимались торговыми системами, саморегулируемыми организациями, компания Deloitte & Touche начинала заниматься расчетными депозитариями, позже она передала это направление KPMG, в Price Waterhouse занимались мониторингом рынка и, в какой-то мере, вопросами инфраструктуры, в том числе и некоторыми вопросами, связанными с работой регистраторов.

В проекте участвовали как российские, так и иностранные консультанты. Американские консультанты, возглавлявшие различные направления этого проекта, в целом достаточно неплохо разбирались в американской модели рынка ценных бумаг. Российские консультанты в большинстве своем в то время не могли похвастаться какими-то глубокими познаниями и опытом работы на фондовом рынке. В связи с этим на первом этапе мы в основном помогали иностранным консультантам понять суть процессов, происходивших на рынке, а немного позже, поднабравшись опыта, стали весомой частью «коллективного разума» всех западных команд. Главной нашей задачей было приводить «заграничные» модели в соответствие с российской реальностью. Какие-то жесткие идеи, предлагавшиеся западными специали-

**2006 — наст. время**

Руководитель  
инфраструктурных проектов  
Банка КБ «Дж.П. Морган  
Банк Интернешнл»,  
вице-президент,  
член Правления

стами, могли бы не привиться на российской почве, и роль российских участников таких команд в немалой степени состояла в том, чтобы адаптировать предложения иностранных консультантов под наши условия и под взгляды регуляторов. В результате такого сотрудничества инфраструктура рынка ценных бумаг, построенная при содействии иностранных консультантов и благодаря политической воле ФКЦБ и давшая нам регистраторов, депозитарии, брокерское сообщество, фондовые биржи, в значительной мере оказалась скопированной именно с американской модели фондового рынка, хотя и некоторые существенные детали были потеряны, и чёткий изначальный план приобрёл несколько размытый характер. К сожалению, один важный элемент такой структуры — признанный рынком Центральный расчётный депозитарий по ценным бумагам — до сих пор отсутствует.

Проект «Развитие рынка капиталов» в общей сложности продолжался 3 года, в течение которых мне довелось заниматься вопросами развития инфраструктуры рынка, имеющими отношение к становлению системы регистраторов и депозитариев. Одной из важных задач, поставленных в то время ФКЦБ, была задача построения функционирующей модели спецдепозитария и запуск пилотной организации. С этой задачей мы успешно справились.

В рамках проекта по развитию регистраторской деятельности работа велась по нескольким направлениям: определение роли и функционала регистратора, создание программы гарантии подписи, администратором которой стала Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД), страхования ответственности регистраторов. Были разработаны множество рекомендаций по управлению рисками. Вообще, вопросам управления рисками уделялось значительное внимание, в частности, мне довелось участвовать в исследовании операционных и других рисков, свойственных инфраструктуре рынка ценных бумаг. Кроме того, мы привлекались к работе над первыми нормативными документами, регулировавшими деятельность регистраторов. Порой среди разработчиков разгорались нешуточные «баталии», в частности, мы активно критиковали многие положения первого постановления о регистраторах и регистраторской деятельности. Но, несмотря на то, что предмет для критики был и постановление получилось достаточно противоречивым, оно впервые вводило какие-то стандарты деятельности для регистраторов. Кроме того, наша команда консультантов участвовала в разработке Закона о рынке ценных бумаг.

По окончании «регистраторского» проекта был выпущен довольно объёмный «труд», где была обобщена практика работы регистраторов, были даны рекомендации ФКЦБ. В числе прочих были и рекомендации, направленные на снижение общего количества реестродержателей, а так-

же по уходу от «карманных» регистраторов. Одной из основных рекомендаций была идея о том, что регистратор является агентом эмитента, и эмитент обязан брать на себя основные затраты, связанные с деятельностью регистратора. Внутри нашей команды доминировало мнение, что в России должен быть только один регистратор. Но на практике, с нашим географическим размахом было понятно, что это невозможно, тем более в те годы. В качестве компромиссного варианта предлагалось ограничить количество регистраторов в пределах нескольких десятков. Однако в силу понятных обстоятельств большего прогресса здесь достигнуто не было.

Российские участники фондового рынка вынуждены были принимать схему функционирования регистраторов такой, какой она была им предложена. Им просто не из чего было выбирать и не с чем сравнивать. В то же время иностранные участники очень неохотно приняли реализацию общей схемы, отнеся ее к той самой пресловутой российской специфике. Ярким примером стало отношение к регистрационным сборам. Созданная в то время система регистрационных сборов, взимаемых пропорционально сумме сделки, — далеко не идеальна. Регистрационные сборы многих регистраторов были откровенно завышенными. Но на тот момент такое решение казалось единственным, позволяющим выжить складывавшейся системе учета прав собственности. ФКЦБ из двух зол пришлось выбирать, как тогда, видимо, посчитали, меньшее. Нужно также учитывать, что представителям комиссии приходилось иметь дело не только с профессиональными участниками фондового рынка, но и с эмитентами ценных бумаг. А воле крупных эмитентов, которые хотели иметь «своих» держателей реестра и в то же время привлекать ресурсы для их функционирования со стороны инвесторов, было достаточно сложно противостоять.

Кроме проекта, связанного с созданием системы регистраторов, мы в течение некоторого времени принимали участие в развитии торговой системы РТС, в частности, в области создания механизмов взаимодействия участников торгов: разработке первых типовых договоров купли-продажи ценных бумаг между брокерами и ряда других документов, правил и процедур, ставших сегодня привычными.

В 1996 году начался следующий проект — развитие депозитарной деятельности. Изначально основной целью проекта было создание системы кастодиальных депозитариев в России, чья деятельность находилась бы под контролем ФКЦБ. Но позже цели проекта под влиянием представителей ФКЦБ изменились.

Путаница в понятиях то время была очень большая: некоторые регистраторы считали себя депозитариями, а самих депозитариев в их привычном сегодня понимании практически не было. К тому времени в некоторых кредитных организациях появились специализированные подразделения, которые вели учет собственных и клиентских ценных

бумаг, правда, работали они при отсутствии необходимого правового поля. Каждый банк строил свой учет по собственному представлению.

В Центральном банке достаточно оперативно увидели необходимость создания правил для депозитарной деятельности банков и приступили к подготовке необходимой нормативной базы. В итоге Центральный банк стал активным участником процесса развития депозитарной индустрии в России. Безусловно, неопределимую роль в этом процессе сыграл Андрей Андреевич Козлов, который в тот момент возглавлял Департамент ценных бумаг Банка России. Это был харизматический лидер «депозитарного движения». Сейчас, после его трагической гибели, потребуется ещё какое-то время, чтобы в полной мере оценить его роль в процессе становления всей депозитарной индустрии России, но уже понятно, что он был одним из тех, благодаря кому эта индустрия приняла привычный для нас облик и кто стоял у истоков этой важнейшей составляющей инфраструктуры фондового рынка.

В свое время между Центральным банком и Федеральной комиссией, существовало серьезное противоборство. Фактически и тот, и другой регулятор, если говорить о рынке ценных бумаг, работали на одном и том же поле. И такое положение не могло не привести к попыткам выяснения интересов и борьбы за влияние. Но во многом благодаря этому противоборству рождались многие позитивные идеи, которые подталкивали развитие рынка. Эпоха становления рынка ценных бумаг — это была эпоха Андрея Козлова и таких же энтузиастов, как он. Конечно, сейчас анализируя ход развития фондового рынка, приходишь к выводу, что можно было бы и лучше все сделать. Но только среди тех, кто реально занимался построением рынка и его инфраструктуры, большинство «гарвардов» не заканчивали, да и упоминание о степени MBA в резюме было не очень распространенным. Все приходилось делать методом проб и ошибок, и была нужна немалая воля, чтобы этот путь пройти до конца.

В рамках «депозитарного» проекта консультантам Arthur Andersen необходимо было разработать функциональную модель депозитария с учетом места этого института в общей сложившейся структуре рынка. Нужно было четко определить отличие клиентского депозитария-кастодиана от расчетного депозитария, проанализировать систему рисков, с которыми сталкивались депозитарии, исследовать клиентскую базу, дать рекомендации по учетной политике депозитариев и донести это все до участников рынка.

Интрига этого проекта состояла в том, что воля ФКЦБ, которая в то время начала заниматься организацией рынка коллективных инвестиций, была несколько иная. У руководителя Федеральной комиссии Дмитрия Валерьевича Васильева были тогда помощники, которые участвовали в разработке теоретической модели работы инфраструктуры фондового рынка. И вот во многом по их инициативе у руководства

ФКЦБ сформировалась позиция, что при любом инвестиционном фонде должен быть депозитарий, причем специализированный, и он должен выполнять дополнительные функции — быть контролером над деятельностью фонда или управляющей компании. Одновременно такой депозитарий, по мнению комиссии, должен был стать наиболее близким к комиссии органом, который бы при малейших нарушениях рапортовал бы о них незамедлительно, а комиссия бы уже вмешивалась и спасала средства инвесторов. В общем, в рамках проекта ФКЦБ хотела создать институт специализированных депозитариев. Поэтому, несмотря на несколько иное первоначальное видение проекта, по инициативе ФКЦБ в рамках «депозитарной» программы было принято решение о создании первого пилотного проекта российского специализированного депозитария. Площадкой для реализации стал депозитарий ПРСД, который возглавляла Юлия Загачин. Кстати, ПРСД так и расшифровывается — Первый российский специализированный депозитарий. К моменту старта проекта ПРСД уже был зарегистрирован, но еще, в силу отсутствия необходимой законодательной и нормативной базы, фактически не работал.

У этого проекта, по сложившейся практике, было два директора — американский и русский. Американским был Бертран Льюис, очень опытный специалист, который в свое время был одним из директоров Depository Trust & Clearing Corporation — DTCC, фактически являющейся центральным депозитарием в США, русским директором был я. Нашей команде пришлось заниматься практической частью проекта — от создания архива организации до разработки и описания всех необходимых процедур: учёт прав, управление рисками, взаимодействие с клиентами — управляющими компаниями. В проекте активно участвовали и сами сотрудники ПРСД. Работали мы много, так как параллельно велась работа над огромным фолиантом, описывающим депозитарную деятельность, и порой засиживались до 11-12 часов ночи.

Проект завершился успешно — ПРСД начал работу. Первым на обслуживание был принят ПИФ под управлением компании «Паллада Эссет Менеджмент».

После окончания этого проекта в конце 1996 года мы еще месяц-два готовили отчеты, а затем, так как финансирование закончилось, для всех участников встал вопрос о продолжении своей профессиональной деятельности. В результате кто-то из консультантов решил остаться в компании Arthur Andersen, кто-то — попытать счастья в других местах.

Сейчас я с большим удовольствием вспоминаю об этом интереснейшем времени, когда фактически был заложен фундамент инфраструктуры современного фондового рынка России. Большинство членов команды, с кем мне довелось работать, продолжают свой путь в той же сфере, что и начинали. Кто-то пошел работать в государственные структуры, кто-то — в иностранные банки, а кто-то работает в брокерских компаниях.



### **Клуб по интересам**

После окончания проекта «Развитие рынка капиталов» в 1997 году однажды мне позвонила директор Национального депозитарного центра Галина Стародубцева и сказала: «Саша, Андрей Андреевич очень хочет, чтобы ты и Галя работали в НДЦ». Имелся в виду А. Козлов, который был идейным вдохновителем создания НДЦ. Галя — это Галина Аксенова, моя жена, с которой мы вместе работали в команде консультантов в Arthur Andersen. Во время работы над проектом мы неоднократно контактировали с Козловым, возглавлявшим в то время Департамент ценных бумаг в Центральном банке.

Обсудив поступившее предложение на семейном совете, мы решили, что работать в одной организации, видимо, будет неправильно, и моя жена приняла предложение НДЦ, а я принял одновременно поступившее предложение от Дмитрия Пономарева прийти на позицию директора комитета по расчетам и управлению рисками в Российскую торговую систему (РТС).

К тому моменту РТС была основной торговой площадкой для корпоративных ценных бумаг в России. Правда, фактически торговая система представляла собой доску объявлений, где каждый участник видел каждого, расчеты осуществлялись вне системы и велись в долларах. Чуть позже в систему была добавлена коммуникационная функция — участники смогли обмениваться сообщениями. Первыми моими шагами в работе в РТС стал анализ системы расчетов. В то время она была достаточно примитивной и затратной — все расчеты по акциям производились в реестрах.

Проработал я в РТС около 8 месяцев. За это время удалось чуть-чуть сдвинуть с места работу по организации собственной системы расчетов. В качестве решения была предложена модель сквозного клиринга, но даже до сих пор она так до конца и не реализована.

Первым шагом этой модели стала система электронного документооборота, которая работает в настоящее время в РТС. После совершения сделки предполагалось, что участники по сделке обмениваются договорами, происходит подтверждение по сделке, далее распоряжение о сделке должно было идти из РТС в Депозитарно-клиринговую компанию уже без участия контрагентов по сделке. В тот период времени закон об ЭЦП еще не работал, и это представлялось серьезным препятствием, хотя в то же самое время на ММВБ использовались подтверждения в электронном виде, правда, там, в отличие от РТС был только один центральный контрагент.

Несмотря на различные сложности, уже в тот момент удалось повернуть рынок, сложившийся на РТС к цивилизованным расчетам.

В немалой мере изменения в работе РТС способствовали и развитию ДКК. Дело в том, что к тому времени внутри ДКК рассчитывалось не так много операций, а значительная часть деятельности компании сводилась к предоставлению услуг по перерегистрации акций в реестрах на

основании доверенностей, выданных клиентами. Сейчас же, во многом, благодаря партнерству с РТС, ДКК хранит многомиллиардные активы, причем в пересчете на доллары, и даже те участники РТС, которые сначала ни в какую не хотели рассчитываться в ДКК, теперь имеют там счета и производят расчеты.

Однако и до сих пор все еще остается серьезный сегмент клиентов, которые не хотят или не могут хранить свои активы в российских расчётных депозитариях, в частности институциональные инвесторы, инкорпорированные по законам США — взаимные и пенсионные фонды. Согласно положениям правила 17 f-7, принятого Комиссией по ценным бумагам и биржам США в соответствии с Законом об инвестиционных компаниях № 24424, такие инвесторы могут хранить активы в централизованной системе учёта прав на ценные бумаги. Такой системой может являться центральный депозитарий страны. При этом предполагается, что проведена фундаментальная оценка рисков хранения ценных бумаг и соответствующее решение о приемлемости данного центрального депозитария принято инвестором. Для стран, где центральный депозитарий пока не существует, может быть выпущено специальное разъяснение Комиссии, определяющее способ хранения ценных бумаг. Подобная процедура была в своё время выполнена в отношении России, где указывалось, что институциональные инвесторы для хранения своих активов должны использовать российский депозитарий, который является уполномоченным агентом глобального кастодиана, и этот депозитарий обязан учитывать права инвесторов в реестрах. Именно по этой причине, например, клиенты глобальных иностранных кастодианов не могут хранить свои бумаги в ДКК или НДЦ и работают через реестры. Статья 17-f7 наделяет советы директоров фондов правом принимать на себя такие риски, но руководство таких организаций всегда относится к этому с большой настороженностью и прежде, чем принять решение о хранении в каком-либо депозитарии, проводится очень сложная процедура оценки рисков. Оценку рисков и выработку рекомендаций для фондов, как правило, проводит глобальный кастодиан. Пока эти требования никому так и не удалось изменить, и многие надеются, что ситуация может разрешиться с созданием Центрального депозитария. В этом случае будет запущена процедура, определённая Правилом 17-f7, и в результате система хранения может стать единой для всех классов инвесторов.

Сейчас, когда уже с точки зрения сегодняшнего опыта, я смотрю на РТС образца 1997 года, то создается впечатление, что это была не только торговая система, а еще и клуб по интересам, где проходило много дискуссий, совещаний, консультаций с рынком. Решения в конце концов принимались Советом Директоров, но большей частью на основании выработанных Дирекцией рекомендаций, а не эмоционально.



Безусловно, на тот момент РТС представляла собой команду одного лидера — Дмитрия Пономарева. Причем одну из самых мощных команд на всем российском фондовом рынке. Но при этом внутри РТС на тот момент рабочая структура находилась в процессе становления. Не хватало эффективных каналов взаимодействия между подразделениями, не было отлаженных формальных процедур. Большую роль в работе играло неформальное общение. Изначально РТС представляла собой команду энтузиастов. Уже потом на работу туда стали брать необходимых специалистов — по листингу, по расчетам и т. д. Несмотря на то, что специалисты были российские, многие из них имели хорошую подготовку, часть обучалась за рубежом. Однако такая подготовка не могла заменить опыта по проектному управлению работами, и очень часто ощущался недостаток отработанных механизмов разработки и внедрения всех интересных и прогрессивных идей, которые рождались в коллективе. Порой это ужасно раздражало. При ограниченных ресурсах задач всегда ставилось много, и по ходу работы их количество могло увеличиваться, и к уже существующим могли добавляться новые. В принципе, это был общий недостаток системы управления, сложившийся в отечественной практике, — у нас крайне сложно обстоит дело с управлением проектами. Сейчас, реализовав достаточно много разных проектов в JP Morgan Bank International, я это очень хорошо понимаю, но в то время отсутствие грамотного управления проектами служило определённым тормозом в развитии РТС. Хотя в то время многие издержки управления компенсировались колоссальным энтузиазмом — было чувство, что мы находимся на переднем крае всего фондового рынка! Кроме того, сам рынок в то время рос значительными темпами, и эта тенденция внушала оптимизм всем, кто так или иначе был связан с российским фондовым рынком.

Но вместе с оптимизмом накапливалась и усталость, и разочарование от того, что невозможно было сделать все так, как планировалось. Поэтому, когда я получил приглашение перейти на работу в российскую «дочку» Chase Manhattan Bank на должность заместителя руководителя кастоди, я достаточно быстро сделал свой выбор в пользу организации, чтобы получить больше практики в той области, которую я хорошо знал в теории. Это был январь 1998 года.

### **In Chase We Trust**

Chase Manhattan Bank появился в России в 1973 году — это было представительство, а 1994 году уже в виде ООО КБ «Чейз Манхеттен Банк Интернешнл». В 1995 банк приступил к активной работе. К 1998 году «Чейз Манхеттен Банк Интернешнл» (далее по тексту Chase) обладал мощным сектором корпоративного банкинга, но преимущественно обслуживал иностранную клиентуру. Российские клиенты, которые были у российской дочки, обслуживались в основном только в сфере corporate banking. Из-за консервативного подхода к управлению рисками, безус-

ловному следованию требованиям процедуры «Знай своего клиента», а также выбранной стратегии в области продаж и маркетинга банк занимался брокерским обслуживанием российских клиентов в ограниченной степени, и банковский кастоди, который был создан в 1995 году, обслуживал квалифицированных институциональных инвесторов — клиентов кастодиального подразделения глобального банка. В этом плане политика Chase существенно отличалась от других иностранных банков, имеющих депозитарии в России. Например, «ИНГ Банк (Евразия)», «Дойче Банк» и «Ситибанк» работали в России с более широким кругом клиентов, как зарубежных так и российских.

Нужно сказать, что за прошедшие годы ситуация несколько изменилась, правда, не в плане, что Chase Manhattan Bank (теперь JP Morgan Chase Bank) смягчил свои требования, просто в России появились компании, которые стали им соответствовать. Сейчас у депозитария банка есть российские клиенты.

Помимо осторожного подхода, действующего в отношении возможных клиентов, в депозитарии Chase также всегда существовала процедура отбора инструментов, с которыми ведется работа. В частности, банк не работает с документарными бумагами. Исключение, пожалуй, составляли только ОВГВЗ в период расцвета этого рынка, но и то в целях снижения рисков, в качестве субкастодиана для этого инструмента банк использовал Credit Suisse First Boston (в то время их депозитарий работал со всем, чем угодно: от акций до векселей), который и брал на себя все риски, связанные с хранением этих бумаг.

Также, исходя из принятой в банке политики, Chase в России не взаимодействует с другими депозитариями — все операции проводятся только через реестр, за исключением ценных бумаг с обязательным централизованным хранением (как правило, эти бумаги хранятся и рассчитываются через Национальный депозитарный центр). В этом случае мы имеем место с конечным местом удостоверения прав — головным депозитарием.

1998 год, когда я пришел работать в банковскую сферу, стал самым сложным для всех российских банков, независимо от того, были это банки с российским или иностранным капиталом. Для КБ «Чейз Манхеттен Банк Интернешнл» кризис 1998 года не принес столь разрушительных последствий, как для многих других российских кредитных организаций, но после событий августа 1998 года Chase посчитал, что благоразумным решением будет являться временное сокращение операций. Собственно, практически все оставшиеся на рынке банки и компании были вынуждены пойти на такой шаг.

Вместе с сокращением объемов операций к концу 1998 года резко сократился и размер портфеля, который кастоди Chase Manhattan Bank держал для своих клиентов в России. Но, несмотря на это, банком было принято решение остаться в России. Хотя это было далеко не простое

решение. Однако достаточно скоро ситуация стала исправляться и уже в первой половине 1999 года начал расти портфель и депозитарий стал снова развиваться.

В 1998–1999 году уже после моего прихода в банк, перед депозитарием встал вопрос о повышении операционной эффективности. В результате анализа было принято решение об отказе от существовавшей технологической платформы и построении новой, более адаптированной под наши собственные нужды.

С момента создания депозитарий Chase Manhattan работал на глобальной технологической платформе, разработанной в Англии и использовавшейся банком на некоторых других рынках. Внедрением и адаптацией этой системы в КБ «Чейз Манхеттен Банк Интернешнл» занимались опытные специалисты, привлекались и компании-консультанты.

В целях увеличения эффективности работы было принято решение о дополнительной разработке локальной операционной платформы, отвечающей нашим потребностям. Для её построения и внедрения потребовалось несколько месяцев достаточно напряженного труда в сотрудничестве с разработчиками. Но результат стоил того. Новая платформа в большей мере отражала всю специфику условий работы на российском рынке, была удобнее и требовала меньшие ресурсы для своего функционирования. С глобальной платформой она работала через SWIFT.

Работа Chase, как одного из крупнейших глобальных кастодианов, хранящих активы клиентов в России, имеет свою специфику. В отличие от большинства российских депозитариев, хранение активов нашим депозитарием производится только в реестрах акционеров. В силу требований, определяемой политикой глобального кастодиана и актами Комиссии по ценным бумагам и биржам США, которая регулирует деятельность американских институциональных инвесторов, мы заключаем договора с реестродержателями. Договоры содержат обязательные детально прописанные пункты, определяющие наше взаимодействие с реестрами. В принципе, многие из положений договоров присутствуют в 27 постановлении ФКЦБ, регулирующем деятельность реестродержателей в России, однако в договорах, типовой вариант которых был разработан до принятия 27-го постановления, они остаются.

Кроме обслуживания транзакций клиентов большой блок работы депозитария Chase связан с подтверждением активов клиентов, требующем проведения регулярных сверок с реестрами. Дело в том, что по существующим правилам, установленным Комиссией по ценным бумагам и биржам США, раз в 90 дней мы должны удостоверяться, что наша позиция по ценным бумагам соответствует записям реестра. Понятно, что в случае активного движения ценных бумаг, нам не требуется специально запрашивать выписку по нашему счёту, она заказывается после

каждой операции. Учитывая, что состав активов очень разнообразен, в свое время было принято решение пользоваться для подачи документов и получения необходимых выписок из реестров услугами ДКК. И в этом вопросе банк остался верен своей политике по управлению рисками. Прежде, чем заключить договор с ДКК, был проведен анализ всех возможных рисков и сам договор с ДКК проходил тщательную юридическую экспертизу.

Сегодня, получив разносторонний банковский опыт, я считаю, что работа депозитария в банке — это наиболее интересная сфера операционного блока. Дело все в том, что, работая в депозитарии, ты имеешь доступ ко всему миру корпоративной России. Кроме того, депозитарный бизнес — это сочетание клиентского и операционного бизнеса. У клиентов депозитария бывает, пожалуй, самый широкий спектр задач по сравнению с клиентами других подразделений. Здесь гораздо больше происходит разнообразных событий, появляется больше возможностей для получения уникального профессионального опыта.

Моя профессиональная деятельность часто выводила меня на передний край процессов, определяющих развитие российского фондового рынка. Так было во времена работы в составе группы консультантов в Arthur Andersen, так произошло и тогда, когда я пришел в депозитарий КБ «Чейз Манхеттен Банк Интернешнл». Только в этот раз я оказался на переднем крае складывавшихся отношений между иностранными инвесторами и российским фондовым рынком, с его инфраструктурой, выстраиваемой на глазах, регуляторами и участниками.

Эти отношения, хотя всегда и оставались рабочими, но порой были далеко непростыми. И дело тут вовсе не в том, что у кого-то из участников процесса появлялись какие-то необоснованные требования или ожидания. Просто сам рынок развивался столь стремительно, что в своем развитии многие важные для всего рынка вопросы не решались оперативно и оставались «на потом».

Безусловно, сначала было гораздо сложнее. Даже в 1998 году, когда я пришел в депозитарий, многие иностранные инвесторы не очень хорошо представляли себе то, как устроен российский рынок ценных бумаг, и не были полностью знакомы со сложившимися писанными и неписанными правилами работы на нем. Chase Manhattan Bank достаточно много сделал в плане образования своих клиентов, желавших работать в России. Российский офис, вместе с коллегами из Лондона в постоянном режиме готовил и продолжает готовить обзоры, которые дают полное представление о фондовом рынке России, включая обзоры существующего законодательства, текущих и грядущих изменений, корпоративных событий и т. д. Такие обзоры позволяли сформировать достаточно полную картину и помочь в понимании рынка для тех, кто работал на российском рын-

ке или только собрался инвестировать средства в российские ценные бумаги.

Кроме «общеобразовательных» обзоров для своих клиентов депозитарий Chase предоставляет информацию о важнейших корпоративных событиях в жизни эмитентов тех или иных ценных бумаг или о важнейших событиях для российского рынка в целом. Иногда это оказывается не так просто сделать, ведь получатели таких обзоров находятся не в России и им сложно понять важность тех или иных аспектов. Поэтому депозитарию кроме просто информационной поддержки приходится готовить и всевозможные поясняющие материалы, чтобы клиенты смогли правильно сориентироваться, принять необходимые решения. Очень важной такая поддержка становится тогда, когда речь идет о тех или иных корпоративных действиях эмитента. У нас, как, впрочем, и на Западе, нет электронных систем, позволяющих автоматизировать, скажем, участие акционеров в собраниях обществ. В таком случае мы, получив комплект документов из реестра или от эмитента, переводим эти документы, удостоверяемся в полноте предоставляемого пакета документов и направляем его клиенту. После получения клиентского распоряжения представитель с доверенностью едет исполнять распоряжение клиента, а после этого составляется отчет, который может быть отправлен клиенту. Необходимо подчеркнуть, что мы, как кастодиан, разумеется, не занимаемся инвестиционным консультированием. Это не является задачей кастоди. Мы даём клиентам представление о происходящих в стране событиях и передаём без искажений корпоративную информацию.

В прошлом при осуществлении корпоративных действий или при открытии счета в реестре, а также при проведении ряда операций, иногда приходилось сталкиваться с откровенно завышенными требованиями со стороны реестродержателей. Это могли быть и требования предоставить документ, который в принципе не мог существовать по законам той юрисдикции, где могли быть зарегистрированы наши клиенты, или могли возникнуть придирки к оформлению каких-либо документов. К счастью, таких случаев со временем стало все меньше и меньше.

### **Посол на рынок**

После моего прихода в российский депозитарий Chase Manhattan, я стал своеобразным представителем банка на рынке, активно участвуя не только в различных событиях корпоративной жизни России, но также и в процессе становления законодательного регулирования рынка депозитарных услуг. Эта деятельность была мне близка по предыдущей работе, но, кроме того, она была необходима банку, его депозитарию, нашим клиентам, да и, надеюсь, была полезной для депозитарного сообщества. Так мне пришлось снова оказаться на переднем крае деятельности по регулированию, правда, уже по другую сторону баррикады. Представители крупнейших иностранных банковских депозитариев все-

гда достаточно активно участвовали в обсуждении всех вопросов, связанных с развитием данной индустрии. Со временем (это было начало 2000-х годов) сложилась определенная группа, куда входили представители «ИНГ Банк (Евразия)», КБ «АБН АМРО Банк», КБ «Ситибанк», КБ «Credit Suisse First Boston», и «Чейз Манхеттен Банк Интернешнл». Кроме того, в эту группу входили и представители крупнейших российских банковских депозитариев: ВТБ и Газпромбанка. Наша группа очень активно отстаивала интересы своих клиентов в дискуссиях с регулирующими органами при всех попытках изменения правил игры на рынке депозитарных услуг. А попытки, надо сказать, такие случались. В свое время, благодаря, в том числе и нашим усилиям, были предотвращены некоторые неблагоприятные изменения в целый ряд важных нормативных актов, в частности, в 36 и 27 постановления ФКЦБ. Еще одним важным требованием, которое мы активно «лоббировали», было признание SWIFT в качестве системы передачи электронных сообщений, включая депозитарные распоряжения и отчёты, что по факту, собственно, и произошло. К позитивным переменам можно отнести существующее теперь разделение на расчётные и остальные депозитарии. Всё-таки между расчётными депозитариями и кастодианами существуют серьёзные различия. Важным достижением крупных депозитариев стало и то, что нам удалось противостоять попыткам стандартизовать условия, прежде всего ценовые, предоставления депозитарных услуг.

Говоря о депозитарных тарифах, необходимо отметить, что, в принципе, у депозитария существует несколько источников доходов: за хранение, за транзакции, выполнение определенных корпоративных действий (включая представительство на собраниях акционеров), начисление и выплату дохода по ценным бумагам. Доля каждого вида доходов в общей структуре финансовых поступлений депозитария зависит от типа депозитария. Для клиентского депозитария основную часть дохода составляет плата за хранение. И цены эти во многом также определяются требованиями, которые предъявляют клиенты к услугам депозитария. Один клиент хочет получать один набор услуг, а другой несколько иной. Вводить какие-то жесткие ценовые рамки в таком случае, одинаковые для всех депозитариев, — просто неверно, ведь у каждого такого депозитария своя структура издержек. В случае же расчётных депозитариев внешнее регулирование условий обслуживания, было бы возможно, так как в этом случае мы имеем дело с инфраструктурным институтом, который должен регулироваться самим рынком. В то же время к вопросу регулирования цен и здесь нужно подходить крайне осторожно, ведь расчётный депозитарий должен работать и развиваться. Удачной моделью управления ценообразованием, на мой взгляд, является принятие решения по изменению тарифов Советом Директоров, в котором должны быть представлены основные пользователи расчётной системы.



Значительную часть усилий в работе с регуляторами нам приходилось прилагать не для того, чтобы продвигать какие-то необходимые с нашей точки зрения идеи, а для того, чтобы сохранить налаженную систему депозитарного учета и работы депозитариев, которая сложилась на сегодняшний день.

Серьезная борьба в свое время происходила вокруг изменений в Закон о рынке ценных бумаг. Нашим общим успехом стало внесение в Закон положений о дематериализованном рынке акций, принципе *pari passu*, изменений требований к эмитентам по раскрытию информации. Иностранным банкам крайне важно было добиться признания иностранных кастодианов номинальными держателями в России. К сожалению, эта проблема осталась нерешённой и нерезидент по нашему законодательству не может быть признан номинальным держателем даже в случае, если он входит в группу глобальных кастодианов и состоит в их профессиональных объединениях и ассоциациях. Участвовали мы и в работе над Кодексом корпоративного управления и над изменениями в Закон об акционерных обществах, вытекавшими из Кодекса.

В 2001 году нам пришлось столкнуться с очередной попыткой ревизии Закона «О рынке ценных бумаг». Изменения, которые предполагалось внести, с нашей точки зрения, были очень неблагоприятны для развития депозитарного бизнеса. В ответ на такие инициативы «активисты» депозитарного движения из нашей группы направили целый ряд писем Александру Шохину, возглавлявшему в то время профильный комитет в Госдуме, а также Председателю ФКЦБ. Нас поддержал и достаточно резко выступил ПАРТАД. В результате предлагавшиеся изменения так и не прошли.

Мне кажется, что для рынка это стало хорошим примером того, как сами участники смогли повлиять на устанавливаемые, в том числе и для них, правила игры.

### **Если бы сразу строили по-умному...**

Концепция развития системы учета прав собственности, принятая в России и ориентированная в пользу регистраторов, изначально, с моей точки зрения, была неверной. Она не принимала в расчет того, что для быстрого и эффективного развития рынку нужна была система централизованных расчетов по ценным бумагам.

Анатолий Чубайс, Дмитрий Васильев, их сподвижники — в общем, все те, кто стоял у истоков российского фондового рынка, в большинстве своем не обладали глубокими познаниями в том, как этот рынок работает на практике. Некоторые западные консультанты, игравшие ведущую роль, знали только теоретические модели работы рынка капиталов. Когда же практики с огромным опытом работы на развитых рынках пытались донести свою точку зрения, то многие их предложения и аргументы

не принимались всерьез либо на пути к завершению нормативные акты претерпевали такие изменения, что на выходе становились ненужными, а иногда даже вредными, как, например, произошло, когда принудительно все депозитарии хотели загнать в Депозитарно-расчетный союз или придумывали концепцию «Попечителей — хранителей».

Изначально разумных решений было много, например, когда специалисты Deloitte & Touche принялись за строительство ДКК с перспективой сделать из этой структуры центральный депозитарий. Но у людей, руководивших процессом в тот момент, это не нашло необходимой поддержки, либо политической воли не хватило.

Если бы сразу строили по-умному... Но, к сожалению, в России так не всегда получается. Позже, когда на рынке сформировались группы со своими интересами, преодолеть системные недочеты стало еще сложнее, кроме того, вслед за начальными непродуманными решениями стали появляться и новые, препятствующие развитию рынка.

Взять хотя бы «страшный» для многих участников Указ Президента от 1996 года о создании депозитария по ценным бумагам в виде хранилища информации. Кому был нужен центральный депозитарий именно в таком причудливом виде? Создание дополнительной организации, выступающей в роли арбитра, при возникновении корпоративных конфликтов можно избежать, создав нормальный центральный депозитарий по ценным бумагам и определив за ним преимущественное право записей в части хранимых в нём активов. Если что-то случилось в реестре, то оборот ценных бумаг на рынке не останавливался бы.

За минувшие десять лет депозитарная индустрия, как, впрочем, и весь фондовый рынок России, прошла колоссальный путь — из ничего появился мощный, хорошо организованный и эффективный рынок. Единственным минусом депозитарной системы России, я полагаю, является только отсутствие центрального депозитария. Причина того, что у нас нет центрального депозитария, лежит в середине 90-х, когда основное внимание со стороны государства было направлено на создание сети регистраторов, а о роли центрального депозитария никто серьезно не задумывался.

Сейчас многим уже стало понятно, что центральный депозитарий для российского рынка необходим. Да и опыт цивилизованных стран говорит, что не важно, признан центральный депозитарий де-юре, или нет, но де-факто он должен существовать. Сложившаяся в России система учета и хранения ценных бумаг, когда существуют несколько претендентов на роль центрального депозитария, не очень удобна для прочих участников рынка, так как им приходится иметь дело с различными интерфейсами, процедурами, системами коммуникаций, идеологиями работы. Все это создает определенные неудобства в управлении активами, оформлении залогов, увеличивает транзакционные издержки и т. д. Появление в России центрального депозитария позволило бы сократить инфраструктурные издержки, упростило бы вход на рынок и в конечном

итоге сделало бы наш рынок более привлекательным с точки зрения иностранных инвесторов.

Одним из основных аргументов против создания центрального депозитария, который приводят противники этой идеи, чаще всего является угроза создания монополии на рынке. Такая угроза, конечно, существует, если центральный депозитарий будет существовать оторвано от рынка и будет неподвластен его участникам. Естественно, важным вопросом в эффективной работе центрального депозитария является вопрос его управления и владения им. Для нормальной работы за участниками рынка должны оставаться все рычаги воздействия на центральный депозитарий: в вопросах тарифной политики, регулирования операционных процессов, управления рисками, вопросах системы кредитования и т. д. Для этого профессиональные участники фондового рынка должны быть собственниками и иметь возможность формировать исполнительную дирекцию, совет директоров, и через эти органы управления участвовать в деятельности центрального депозитария.

В этом плане необходимые подсказки, как сделать так, чтобы центральный депозитарий не стал организацией исключительно для себя, а работал на благо участников рынка, можно получить, изучив опыт работы центральных депозитариев в других странах, где накоплен необходимый опыт по управлению их деятельностью.

Да и у нас есть достаточно примеров, как организовать доступ участникам рынка к управлению инфраструктурными организациями. Ведь и в ДКК, и в НДЦ рынок участвует в решении многих стратегических вопросов. Я в течение 4 лет был членом совета директоров ДКК, а последние 2 года являюсь членом совета директоров НДЦ. И по своему опыту могу сказать, что в вопросах определения тарифной политики участники рынка всегда принимали активное участие в обеих организациях. Еще один аналогичный пример — Российская торговая система. Ведь РТС — это не столько президент торговой системы, сколько само брокерское сообщество, которое контролирует биржу!

Гораздо хуже для рынка, когда создается не единый централизованный институт, пусть и с монопольными правами, а когда возникает монополист по каким-то отдельным бумагам. Возможно, на начальных этапах становления того ли иного рынка это и является необходимым условием, но в дальнейшем может сильно помешать дальнейшему развитию. Кстати, примеры передачи функций учета и хранения ценных бумаг после этапа становления у нас есть: в свое время ОНЭКСИМ Банк, первоначально выполнявший функции расчетного депозитария для ММВБ в торговле государственными ценными бумагами, передал эти функции Национальному депозитарному центру. И это было абсолютно правильным решением с точки зрения рынка, ведь учитывать и хранить государственный долг нужно в специализированном учреждении, а не в коммерческом банке!

---

*А. Ю. Анев*

---

Я считаю, что наличие на рынке одного центрального депозитария более удобно для участников, и думаю, что нашей конечной целью должно быть создание именно такого института. Хотя на определённом этапе развития рынка существование иного количества центральных депозитариев может иметь место, особенно в такой непростой стране, как Россия.

#### **Вместо заключения**

Я хочу закончить свой небольшой очерк словами благодарности и признательности в адрес всех замечательных и талантливых людей, с которыми меня свела судьба за время работы на российском рынке ценных бумаг. Эти люди создавали этот рынок, и многие из них сейчас работают на нем. Перечислить имена всех не представляется возможным — таких людей очень много. Кого-то уже нет среди нас — светлая им память. Успехов и крепкого здоровья тем, кто продолжает наше общее дело.