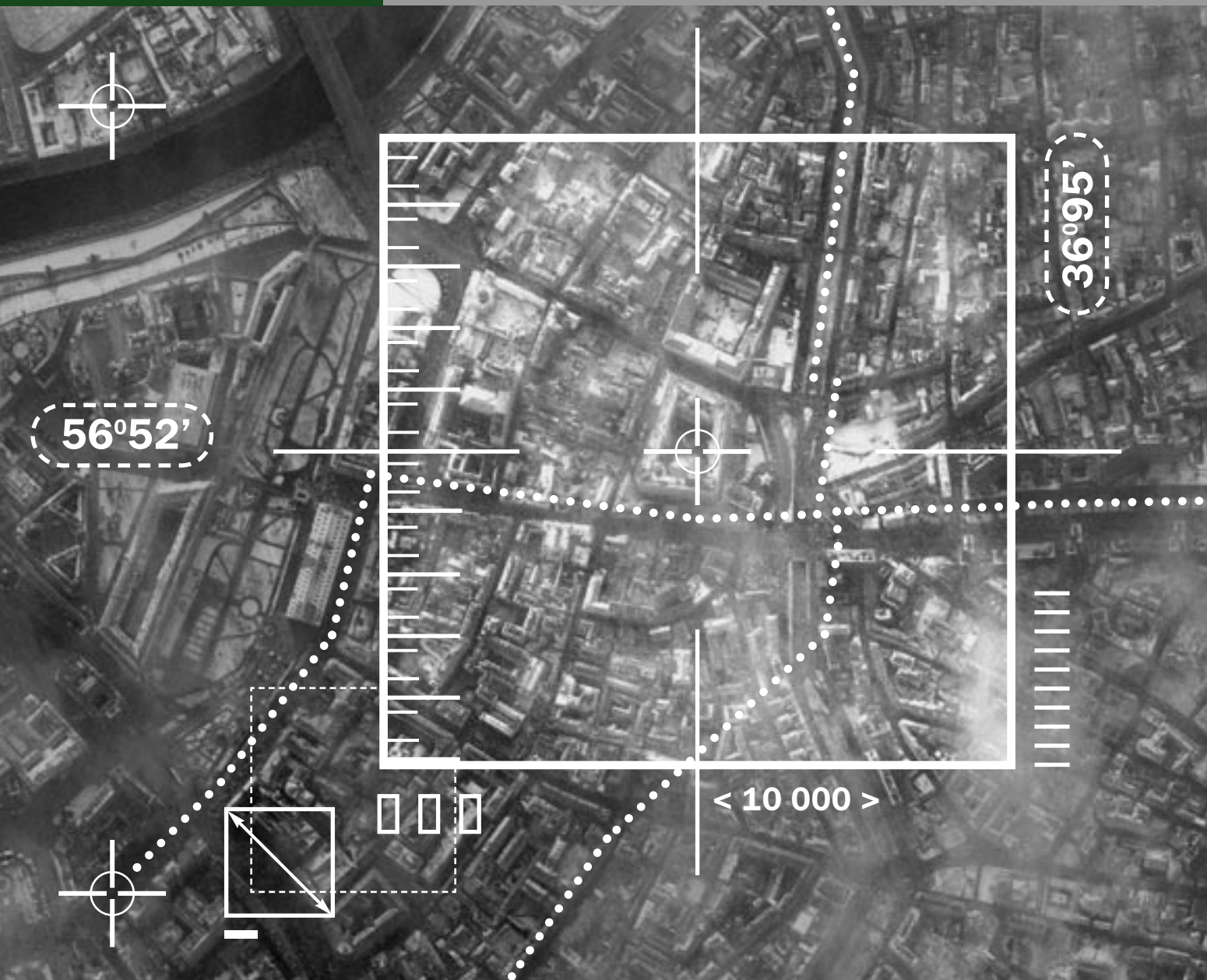


(29) 2005

№ 7

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ  
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

# ДЕПОЗИТАРИУМ



АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ  
РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА стр 7

ПРОБЛЕМЫ КОНСОЛИДАЦИИ РАСЧЕТНО-ДЕПОЗИТАРНОЙ  
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА стр 9

ОПЕРАЦИОННАЯ ИНФРАСТРУКТУРА В РОССИИ:  
ВЗГЛЯД ЗАПАДНО-ЕВРОПЕЙСКИХ И АМЕРИКАНСКИХ  
УЧАСТНИКОВ РЫНКА стр 17



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР  
*The National Depository Center*



## СОДЕРЖАНИЕ

3	<b>ФОРУМ: ОБЗОР</b> Российские ценные бумаги — реалии и перспективы	<b>Наталья Калашникова</b> Ответственный редактор журнала «Депозитариум»
7	<b>ФОРУМ: ПОЛИТИКА</b> Актуальные вопросы развития инфраструктуры российского фондового рынка	<b>Олег Вьюгин</b> Руководитель ФСФР России
9	<b>ФОРУМ: ОРИЕНТИРЫ</b> Проблемы консолидации расчетно-депозитарной инфраструктуры Российского фондового рынка	<b>Андрей Козлов</b> Первый заместитель Председателя Банка России, Председатель Совета директоров НДЦ
11	<b>ФОРУМ: ТЕХНОЛОГИИ</b> О технологической платформе Центрального депозитария	<b>Николай Егоров</b> Директор НДЦ
12	<b>ФОРУМ: ПРАКТИКА</b> Практические шаги Национального депозитарного центра на пути создания Национального центрального депозитария	<b>Денис Соловьев</b> Заместитель директора НДЦ
16	<b>ФОРУМ: ПРЕДЛОЖЕНИЯ</b> Финансовый рынок на распутье: куда, зачем, как?	<b>Елена Авакян</b> Председатель правления НАУФОР
17	<b>ФОРУМ: ОЦЕНКИ</b> Операционная инфраструктура в России: взгляд западно-европейских и американских участников рынка	По материалам круглого стола, состоявшегося в рамках II Форума «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции»
21	<b>ИСТОРИЯ</b> По страницам старых депозитариумов	<b>Борис Черкасский</b> Советник Управления депозитарных операций Внешторгбанка

### От редакции

Уважаемые читатели! Предлагаем вашему вниманию выпуск журнала «Депозитариум», посвященный II Международному форуму «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции». В выпуске представлены ключевые выступления, отражающие проблемы и перспективы инфраструктуры российского рынка, возможности и пути ее развития и совершенствования.

### Депозитариум № 7 (29) 2005

#### Редакционный совет:

Козлов А. А. — председатель  
Потемкин А. И.  
Егоров Н. В.  
Рыбников А. Э.  
Медведева М. Б.  
Коланьков А. В.

#### Редакционная коллегия:

Калашникова Н. Н. — ответственный редактор  
Соловьев Д. В.  
Петров В. С.  
Краснова М. О.  
Кучукова Т. В.  
Ким П. В.  
Плахотная А. Н.

#### Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»

Адрес: 125009 Москва,  
Средний Кисловский пер.,  
д. 1/13, стр. 4  
Телефон: 956-2-659  
Факс: 956-09-38  
Электронная почта: info@ndc.ru  
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru

«Депозитариум» подготовлен к печати редакцией журнала «Рынок ценных бумаг»

Издатель: ЗАО «Издательский дом «РЦБ»»  
Адрес: 105082 Москва,  
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8  
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170  
Электронная почта: info@rcb.ru  
Телефон: (095) 785-8100  
Цена договорная  
Отпечатано в ГП «Московская типография № 13» Тираж 10 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка — только по согласованию с Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Издательским домом «РЦБ». Индекс 73346. ISSN 0869-6608 Журнал «Рынок ценных бумаг» 6 (285) март 2005

совместный проект  
Некоммерческого партнерства  
«Национальный депозитарный центр»  
и журнала «Рынок ценных бумаг»



# РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: РЕАЛИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Наталья Калашникова  
Ответственный редактор  
журнала «Депозитариум»

II Ежегодный форум «РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ИНФРАСТРУКТУРА И ОПЕРАЦИИ», ПРОШЕДШИЙ В МОСКВЕ 8–9 ИЮНЯ 2005 Г., УЖЕ ВТОРОЙ РАЗ СТАНОВИТСЯ ОДНИМ ИЗ ОСНОВНЫХ СОБЫТИЙ ДЛЯ ТЕХ, КТО ЗАИНТЕРЕСОВАН В РАЗВИТИИ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ.

Главной задачей Форума была заявлена подготовка конкретных предложений по оптимизации инфраструктуры рынка. Задача актуальная, поскольку, как сказал во вступительном слове Генеральный директор ММВБ Александр Потемкин, сегодня финансовые рынки страны демонстрируют высокие темпы развития и становятся все более конкурентными, однако их дальнейшее развитие требует эффективной технологической поддержки, снижения рисков и повышения оперативности расчетов. А поскольку инвестирование на внутреннем фондовом рынке становится приоритетным направлением экономического роста, то долгосрочное развитие рынка и его инфраструктуры приобретает все более важную роль.

Однако, будучи площадкой для обмена мнениями, трибуной для программных выступлений и местом, где одновременно встречаются эксперты самого высокого уровня, форум, помимо выработки конкретных предложений, позволяет создать ясную картину, сложившуюся на сегодняшний день, определить тенденции развития рынка и сопоставить их с обозначенными ориентирами и, главное, оценить настрой рыночного сообщества.

Форум показал, что рынок жив, несмотря на то, что через операции на фондовом рынке – размещение долго-



вых обязательств и акций – было привлечено всего 10% инвестиций в экономику России. Более того, рынок перспективен, поскольку присутствует политическая воля решать и решить его проблемы, есть желание профсообщества идти на компромиссы ради его совершенствования, есть чувство необходимости изменений и, что важно, реальный взгляд на задачи дня.

Стало ясно, что **определенные ранее стратегические направления (повышение надежности и конкурентоспособности путем разделения рисков и**

**совершенствования инфраструктуры, в том числе консолидации расчетно-депозитарных институтов) – больше не тема для дискуссий.** Вопрос нужности рынку Центрального депозитария уже не обсуждается. Идет разработка его функционала, внедряются технологические решения на базе крупнейших расчетных депозитариев страны (на этом подробно остановился в своем выступлении первый зампред правления Центробанка, председатель Совета директоров НДЦ Андрей Козлов). Проводится анализ рынка с точки зрения соответствия его



инфраструктуры требованиям, предъявляемым развитыми рынками к центральным депозитариям (выступление замдиректора НДЦ **Дениса Соловьева**). Консолидация расчетно-депозитарной структуры осуществляется не по властной директиве, а естественным, рыночным путем. Все это позволяет говорить о том, что к моменту официального создания Центрального депозитария платформа для него будет уже создана.

**Как о рыночной необходимости говорят о создании центральной клирин-**



**говой организации.** Создаваемая ММВБ клиринговая организация может стать опытной площадкой и позволит сформулировать требования в области правового регулирования клиринга. *«Необходимость централизации клиринга не вызывает вопросов»,* — отметил Генеральный директор Фондовой биржи ММВБ **Алексей Рыбников**. При этом А. Рыбников подчеркнул, что разделяет точку зрения, что Центральный депозитарий и центральная клиринговая организация должны быть разными структурами, поскольку их деятельность присуща различным видам рисков и *«объединять их не следует»*.

У российского финансового рынка высокий потенциал, но рынок недооценен. Недооценено в первую очередь его значение для экономики России, об чем говорил в своем выступлении руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам **Олег Вьюгин** *«По мнению большинства экспертов — специалистов по финансовым рынкам, у российского рынка очень хорошее будущее, но его настоящее нас пока не удовлетворяет»,* — заявил Олег Вьюгин. Но при этом, по мнению руководителя ФСФР, *«проблемы рынка наиболее эффективно решают сами участники рынка, от их инициативы и желания зависит больше, чем от инициативы финансовых властей»*.

## СДЕРЖИВАЮЩИЕ ФАКТОРЫ

**Динамичное развитие рынка сдерживается влиянием целого ряда негативных факторов**, их обрисовал в своем вступительном слове к форуму Генеральный директор ММВБ **Александр Потемкин**. *«Вызывают серьезную обеспокоенность пока еще низкая эффективность российской фондовой инфраструктуры по сравнению с западными и в связи с этим перспективы становления российского фондового рынка как инструмента привлечения и перерас-*

*пределения инвестиций, устойчиво функционирующего и востребованного российскими предприятиями,»* — сказал А. Потемкин. Проблемы эти стоят очень остро, поскольку в условиях наличия значительного объема свободных денежных средств в российской экономике предприятия по-прежнему не имеют полноценной возможности привлечения капитала на внутреннем рынке, о чем свидетельствует рост заимствований за пределами России.

*«В случае, если отставание российской инфраструктуры от потребностей глобальных инвесторов будет нарастать, это грозит перемещением рынка наиболее привлекательных российских ценных бумаг за рубеж и потерей страной контроля за процессом собственности и управления на предприятиях, имеющих стратегическое значение для экономики России»,* — полагает Генеральный директор ММВБ.

По словам А. Потемкина, основные проблемы инфраструктуры фондового рынка России всем известны. И все же он обозначил их в своем выступлении.

**Переток торговой активности за рубеж.** Обостряющаяся конкуренция за право обслуживания крупнейших эмитентов и участников торговли приводит к тому, что большая часть инвестиционных ресурсов (в том числе и российского происхождения) по-прежнему привлекается

российскими компаниями за рубежом, более 60% торговли акциями осуществляется в форме депозитарных расписок. При этом административные барьеры вряд ли в состоянии кардинально изменить эту ситуацию.

**Дефицит ликвидности, ее высокая концентрация.** Как известно, 10 «голубых фишек» дают 60% оборота и 80% капитализации рынка акций; 10 крупнейших участников — 35% оборота РТС и ММВБ. Узость рынка приводит к высоким рискам для мелких инвесторов, поощряет инсайдерские сделки и манипулирование ценами.

**Фрагментированность инфраструктуры.** Несмотря на высокий уровень концентрации бизнеса торговых систем, расчетных депозитариев и регистраторов, они продолжают жестко конкурировать за обслуживание одних и тех же инструментов и поддерживать слабо совместимые стандарты работы. Эффект от снижения расценок вследствие конкуренции «съедается» тем фактором, что все основные участники рынка инвестировали значительные средства в поддержание своей совместимости с отдельными сегментами инфраструктуры.

**Проблемы законодательного характера.** Никакое развитие инфраструктуры фондового рынка не может восполнить пробелы в сфере законодательства, регулирующего деятельность организаторов торговли, депозитариев, клиринговых организаций и иных участников рынка ценных бумаг. До сих пор законодательством недостаточно защищены интересы кредитора и инвестора.

Наиболее остро, по мнению Генерального директора ММВБ, на сегодняшний день стоит **проблема создания в стране единого национального депозитария.** *«Центральный депозитарий должен стать одним из ключевых элементов обновляемой национальной фондовой инфраструктуры»,* — сказал А. Потемкин. Единый национальный депозитарий займется внедрением единых технологий расчетов на фондовом рынке и создаст эффективную систему расчетов и надежной регистрации прав инвесторов.

**Создание Центрального депозитария позволит:**

- сократить расходы на проведение операций;
- радикально снизить риски российского рынка, особенно для иностранных инвесторов;
- снизить риск манипуляций с реестрами в корпоративных конфликтах;
- увеличить в конечном счете приток иностранного капитала.

При этом, по словам А. Потемкина, **в процессе реформирования инфраструк-**



туры фондового рынка нужно учитывать интересы всех основных групп лиц, оказывающих влияние на развитие этой самой инфраструктуры и прямо или косвенно заинтересованных в решении, в частности, проблемы создания Центрального депозитария:

- государственные органы;
- торговые системы и расчетные депозитарии;
- крупнейшие инвестиционные компании и банки;
- иностранные институциональные



куссии, нужен или нет Центральный депозитарий, к обсуждению вопроса, как его делать», — сказал И. Моряков.

И. Моряков отметил три серьезных темы, озвученные в Концепции закона о Центральном депозитарии. Первая, которая носит принципиальный характер и вызывает большой интерес, — будет ли ЦД единственным номинальным держателем в реестрах.

По поводу второй темы у большинства профучастников давно сложилось единое мнение. Рынок говорит о ЦД не как о

По мнению Заместителя директора НДЦ Дениса Соловьева, эти модели не противоречат друг другу. Во-первых, биржи могут наравне с пользователями услуг Центрального депозитария владеть и управлять им; во-вторых, сами биржи управляют участниками рынка<sup>1</sup>. По мнению Д. Соловьева, **вопросы собственности и управления в отношении централизованной расчетной инфраструктуры необходимо разделять**. Поскольку в соответствии с требованиями международных экспертных организаций одним из



инвесторы и их представители — банки-кастодианы;

- крупнейшие российские корпорации и их представители — регистраторы и российские банки-кастодианы;
- средние и мелкие российские предприятия-эмитенты.

## ДИСКУССИИ

**Один из наиболее острых моментов форума — дискуссия «Центральный депозитарий или Центральный расчетный депозитарий? Клиринговые функции Центрального депозитария». Основные участники дискуссии — Президент ДКК Игорь Моряков и Заместитель директора НДЦ Денис Соловьев и Директор депозитария РОСБАНКА Степан Томлянович.**

«Есть явный интерес профессиональных участников фондового рынка в том, чтоб Центральный депозитарий был создан и есть четко заявленная позиция регуляторов, что ЦД действительно рынку нужен и без него российский фондовый рынок не будет эффективным», — заявил президент ДКК Игорь Моряков, открывая дискуссию. «И мы можем перейти от дис-

центральном регистраторе, который должен вести учет всех ценных бумаг, которые выпущены в России, а как о Центральном расчетном депозитарии. В этой связи встает принципиальный вопрос о клиринге.

**Закон о клиринге разрабатывается параллельно с законом о Центральном депозитарии.** Но представления о том, что понимать под клирингом, существуют самые разные. По мнению И. Морякова, Центральный депозитарий должен быть централизованной клиринговой организацией. При этом, по его словам, это не означает, что ЦД должен являться центральным контрагентом по всем сделкам. Централизованный клиринг не означает обязательности взятия на себя гарантий исполнения сделок.

И последняя принципиально важная тема, — вопрос о собственности и управлении ЦД. В мире есть две противоположные модели: когда ЦД принадлежит пользователям услуг и управляется ими и когда ЦД принадлежит какой-то торговой площадке. На взгляд И. Морякова, модель, когда Центральный депозитарий принадлежит пользователям, более эффективна.

принципов функционирования Центрального депозитария является некоммерческий характер деятельности, не столь важно, кто именно учитывает такой не приносящий прибыли актив, как акции ЦД, на своем балансе. Важно, как устроена система управления, кому согласно уставу и другим учредительным документам собственник делегирует права управления. Именно управляемость участниками рынка принципиальна. При этом, полагает Д. Соловьев, государство тоже должно быть представлено в структуре управления ЦД.

Согласно приведенному Д. Соловьевым анализу **лидеры расчетно-депозитарной инфраструктуры российского рынка по многим позициям соответствуют требованиям, предъявляемым к центральным депозитариям во всем мире.** Соответственно, создание Центрального депозитария в России может и должно идти путем консолидации действующей инфраструктуры и создания технологической платформы, способной поддерживать функции централизованного расчетного института.

Директор депозитария РОСБАНКа **Степан Томлянович** на I Форуме в 2004 г. за-

<sup>1</sup> Полностью текст выступления Заместителя директора НДЦ Дениса Соловьева см. на с. 12–15.



нимал позицию скептика по поводу создания Центрального депозитария. Год назад он говорил о том, что **участникам российского рынка не настолько нужен Центральный депозитарий, чтобы предпринять все необходимые и достаточные усилия для его создания.** «Сейчас я вижу, что в значительной степени я ошибался, поскольку мы видим решительное движение в сторону создания ЦД», — сказал С. Томлянович, выступая на Форуме-2005. Хотя, по его словам, по-прежнему нет гарантий того, что процесс будет ус-

нами — стратегически важный для построения успешного Центрального депозитария», — говорит руководитель одного из крупнейших кастодианов страны. Позиция С. Томляновича совпадает с мнением других участников дискуссии, в идеале система управления ЦД должна учитывать интересы всех вовлеченных в процесс оборота ценных бумаг институтов. Как минимум есть два механизма учета мнения профучастников: механизм присутствия в акционерном капитале и присутствия в управляющих орга-

лении, так и в акционерном капитале. «Это будет инвестиционное решение, — утверждает он, — и когда оно будет сделано, будет смысл кастодианам пользоваться услугами ЦД».

\*\*\*

Все российские участники форума так или иначе апеллировали в своих выступлениях к главному, основополагающему документу, появившемуся в истекшем с I Форума году, — проекту Стратегии развития финансовых рынков России.

**Цель принятия Стратегии — оптимизация рынка и повышение его надежности, что в конечном счете сводится к идее разделения рисков биржевой, клиринговой и расчетной деятельности.**

**Участники форума пытались дать ответ на вопрос: насколько действующая инфраструктура российского финансового рынка способна к действительному разделению рисков и функционированию в новом виде?**

**Форум показал, что она готова к этому идеологически. Идея разделения рисков и создания централизованной расчетной структуры и отдельного клирингового института в целом принята рынком.**

Функции действующих крупнейших расчетных депозитариев в частности НДЦ, соответствуют перечню базовых функций, которые должен осуществлять Центральный депозитарий и которые прописаны в Концепции закона о Центральном депозитарии. Часть функционала в настоящее время НДЦ не поддерживается, но НДЦ предпринимает усилия для создания новой и модернизации действующей технологической платформы, способной поддерживать функции ЦД.

ММВБ приняла принципиальное решение о создании клиринговой организации. Данная организация может стать опытной площадкой и помочь сформулировать требования в области правового регулирования клиринга.

Если рынок и дальше будет поддерживать предпринимаемые ведущими его участниками усилия и если эти усилия будут также поддержаны регулятором, можно надеяться, что к тому моменту, когда ЦД и Центральный контрагент будут созданы де-юре, рынок будет иметь их уже де-факто. ■



пешно завершён, так как «в ситуации достаточно серьезных разногласий всегда есть вероятность, что договориться не удастся». Значительная часть конфликтов и разногласий, связанных с созданием ЦД, по его мнению, своей причиной имеют в том числе именно конкуренцию торговых систем и разное видение акционерами и пользователями торговых систем возможной конфигурации инфраструктуры.

*«Политический момент установления консенсуса между участвующими сторо-*

нах. Российское корпоративное право позволяет использовать оба механизма. По словам С. Томляновича, «было бы логичным использовать владение биржами существенными пакетами в Центральном депозитарии как некий механизм коллективного представительства профессиональных участников рынка в ЦД».

Как представитель кастодиана, С. Томлянович считает, что кастодиальные депозитарии в обязательном порядке должны участвовать в ЦД, как в управ-



Олег Вьюгин  
Руководитель ФСФР России

## АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА\*

По мнению большинства экспертов — специалистов по финансовым рынкам, у российского рынка очень хорошее будущее, но его настоящее нас пока не удовлетворяет. С точки зрения ФСФР, через какое-то время финансовый рынок будет играть значительную роль в экономике России, а нынешнее его состояние властями недооценивается. Действительно, на данный сектор приходится только 10% от всех инвестиций компаний, полученных от размещения долговых обязательств и акций. Но консолидированный финансовый сектор, включая банковскую сферу, дает 1/3 всех инвестиций, полученных компаниями через финансовые рынки за последние 4 года. Таким образом, роль финансового сектора весьма значительная.

Тем не менее хотелось бы остановиться на тех проблемах, которые мешают дальнейшему повышению роли финансового сектора в развитии экономики. *Первая* проблема — это инерционное формирование инфраструктуры, которое происходило после того, как в России с помощью широкой экспертной поддержки международных институтов были созданы основы фондового рынка. Инер-

ционное развитие привело к тому, что на данный момент российская инфраструктура не выдерживает жесткую конкуренцию в этой сфере.

*Вторая* серьезная проблема — слабый внутренний инвестиционный спрос. С одной стороны, формируются фонды, которые аккумулируют значительные средства, в том числе коллективных инвесторов, с другой — наблюдается слабый спрос на российском финансовом рынке (особенно в последний год). Это еще одна из причин того, что торговля российскими ценными бумагами перемещается на иностранные фондовые биржи, где есть устойчивый спрос на активы. Примечательно, что такая ситуация формируется в то время, когда правительство принимает долгосрочные решения относительно развития обязательных накопительных систем, прежде всего накопительной системы пенсионного обеспечения.

*Третья* проблема связана с тем, что системы регулирования финансовых рынков, защиты инвесторов, законодательство, которое регулирует выход на рынки капиталов эмитентов, не завершены, несовершенны, а в ряде областей

просто отсутствуют. Так, например, российским компаниям на внутреннем рынке до сих пор достаточно трудно реализовать классическую схему первичного размещения. Другой пример: существует большой пробел в регулировании инсайдерских сделок, нынешнее законодательство таково, что не позволяет препятствовать осуществлению инсайдерских сделок. Также есть сложности с использованием на российском финансовом рынке производных финансовых инструментов — сделки с ПФИ не имеют судебной защиты в России. Кроме того, не решены вопросы налогообложения и банкротства при проведении неттинга.

Что сегодня требуется от российской инфраструктуры? Прежде всего большинство желающих купить российские активы надеются на создание в России Центрального депозитария. ЦД — привычный и понятный институт, в нем легко открывают счета номинального держания центральные депозитарии других стран, учет прав в ЦД вызывает доверие у большинства инвесторов. При правильном построении такого учетного института может снизиться и стоимость совершения сделок.

\* По материалам выступления на II Ежегодном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции» (Москва, 8–9 июня 2005 г.).



Конечно, ЦД не решает всех существующих проблем, так как, помимо учета, есть значительная сфера, связанная с клирингом, его надежностью, а также с проведением сделок на бирже. Поэтому, обсуждая перспективы и вопросы, касающиеся модернизации инфраструктуры, нужно говорить не только о Центральном депозитарии. Если рассматривать данный процесс как диалог между основными игроками в этой области и главными регуляторами финансовых рынков — ФСФР и Центральным банком, необходимо указать на желаемые результаты такой модернизации.

Основным из них, безусловно, должно стать создание Центрального депозитария, с чем соглашается большинство участников рынка. Далее возникают вопросы, связанные с клирингом: нужно его совмещать с ЦД либо должен быть самостоятельный центральный клиринг, или, может, необходимо сформировать систему клиринга, включающую несколько институтов, занимающих определенные ниши на этом рынке.

Хотелось бы остановиться на одном из этих вариантов. На мой взгляд, клиринг, если он будет включен в Центральный депозитарий, сразу ставит проблему капитализации ЦД. Поскольку данный инфраструктурный институт несет все риски по учету прав собственности, в том числе и риски проведения сделки по клирингу, его необходимо хорошо капитализировать. А это в свою очередь означает, что создатели данного инфраструктурного института должны будут вложить в него значительный капитал. Сразу возникает вопрос участия, что обостряет проблему собственности.

Есть и другой вариант: клиринг осуществляется крупнейшими участниками рынка, которые хорошо капитализированы, — в случае России это банки. На сегодняшний день существуют также клиринговые брокеры. Однако банки могли бы кредитовать участников рынка для завершения сделок. Если ЦД начнет эффективно функционировать, для торговых систем это будет значительным рыночным стимулом и к консолидации, и к обособлению определенных видов деятельности, например проведению срочных сделок.

Что касается создания в России ЦД, то была проведена большая работа по взаимодействию между ФСФР, ЦБ РФ и основными игроками на рынке с целью учета всех мнений по данному вопросу. В итоге мы пришли к пониманию того, как ЦД может быть оформлен в российской инфраструктуре, а также рассчитали примерную стоимость данного проекта. Единственное, в чем не удалось достичь консенсуса, —

вопрос о том, кто и в какой степени будет принимать участие в Центральном депозитарии. Я считаю, это будет решаться в зависимости от того, какие функции возложены на ЦД.

Клиринг — это бизнес, и если ЦД придать функции клиринга, то крупная бизнес-организация с большим капиталом. Если клиринг не будет входить в состав ЦД, то стоимость проекта окажется значительно ниже, сократится и участие в управлении ЦД. Что окажет влияние на его политику — тарифную и инвестиционную. В таком случае это будет проблема не собственности, а участия в управлении.

В данном случае есть несколько вариантов, которые можно обсуждать. В связи с этим мы не хотим педалировать вопросы собственности, а пытаемся ускорить процесс подготовки необходимой законодательной среды, привлекая специалистов в этой области в качестве консультантов. Вопросы управления и собственности будут решаться в процессе этой работы. Государственное участие будет представлено ЦБ РФ и составит 25%. Далее возникают варианты: либо это привлечение бирж, либо участников рынка.

В концепции закона, которая уже одобрена всеми заинтересованными ведомствами и правительственной комиссией по законотворческой работе, предполагается, что ЦД будет обладать уникальным правом — открытия счетов номинального держателя в реестре. Это наиболее дискутируемая часть в концепции. Фактически это означает, что вся инфраструктура будет перестроена. Система учета прав собственности упростится. Безусловно, сохранятся регистраторская деятельность, кастодиальные услуги и услуги расчетных депозитариев. У российского рынка есть несколько лет на реализацию данного проекта. ■



**Андрей Козлов**

Первый заместитель Председателя Банка России,  
Председатель Совета директоров НДЦ

## ПРОБЛЕМЫ КОНСОЛИДАЦИИ РАСЧЕТНО-ДЕПОЗИТАРНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА\*

Один из факторов успешного развития финансового рынка — создание эффективной и дешевой инфраструктуры. Но прежде чем рассуждать о том, как должен быть устроен рынок, кто и какую роль на нем может сыграть, имеет смысл остановиться на событиях, которые произошли за истекший с I Форума год и предопределили дальнейшее развитие российского фондового рынка.

За последний год мы подошли как к организационному решению основной задачи — созданию Центрального депозитария, так и к технологическому. Национальный депозитарный центр в настоящий момент является акционером двух крупнейших расчетных депозитариев (Депозитарно-клиринговой компании и Расчетно-депозитарной компании) и входит или войдет в ближайшее время в органы управления этих компаний. То есть с организационной точки зрения подготовлена основа для дальнейшей консолидации расчетно-учетной системы, создания Центрального расчетного депозитария.

Также разработана Концепция закона о Центральном депозитарии. И сейчас мы говорим уже о конкретном функционале Центрального депозитария.

Уже ясно, что Центральный депозитарий будет расчетным. Этот путь позволяет эффективно решать вопросы повышения надежности учетной инфраструктуры, снижения рисков, дает возможность для развития технологий, и в то же время он является эволюционным. В этой картине мира есть место всем.

Есть еще один аспект консолидации учетно-расчетной инфраструктуры, менее очевидный, но, тем не менее, крайне важный для того, чтобы оформленная законодательно и созданная организационными мерами структура зажила и начала функционировать. Речь идет о создании технологической платформы будущего Центрального депозитария. Этим сейчас вплотную занимается Национальный депозитарный центр. Принято решение об инвестициях в покупку признанного и работающего уже в других странах технологического решения для Центрального депозитария, которое надлежит привести в соответствие с российскими реалиями, в том числе и с конкретными требованиями к функциональности Центрального депозитария в России. Предпринято это с тем, чтобы обеспечить полную операционно-технологическую готовность для вы-

полнения функций Центрального расчетного депозитария к моменту, когда он будет создан де-юре.

**Есть определенная надежда на то, что задуманное будет исполнено. Надежда основана в первую очередь на политической воле, которую проявило государство в лице Федеральной службы по финансовым рынкам, и воля эта выражена в проекте Стратегии развития финансового рынка, как в самом факте разработки документа, так и в положениях, в нем прописанных. Воля выражена также в Концепции закона о центральном депозитарии и о клиринге и клиринговой деятельности. Взаимосвязь центрального расчетного депозитария и Центральной клиринговой организации должна дать максимальный положительный эффект, обеспечить российскому фондовому рынку как минимум конкурентоспособность по сравнению с иностранными рынками, куда, к сожалению, в настоящее время уходит большая часть ликвидности с российского рынка акций.**

Как и большую часть участников российского рынка ценных бумаг, нас не устраивает увеличивающаяся диспропорция между долей российского рынка и

\* По материалам выступления на II Ежегодном форуме «Российские ценные бумаги - инфраструктура и операции» (Москва, 8–9 июня 2005 г.).



западными рынками. В принципе нам понятно, почему складывается такая ситуация, нам понятно, почему инвесторы не хотят принимать риски российского рынка. Мы надеемся эту проблему решить и надеемся, что в недалеком будущем, особенно после открытия российского рынка для иностранных финансовых компаний в связи с либерализацией валютного законодательства в 2007 г., иностранным инвесторам будет, по крайней мере, не так легко выбрать, на каком рынке работать. Мы надеемся, что к тому времени и инфраструктура российского рынка станет более приближенной к международным стандартам с точки зрения надежности, транспарентности. Также мы надеемся, что благодаря правовому регулированию будет снята значительная часть препятствий, которые сейчас мешают приходу иностранных инвестиций в российскую экономику. При этом следует обратить внимание, что государство выбрало не протекционистский путь, а путь повышения конкурентоспособности. Это является гарантией того, что создание централизованной инфраструктуры не будет сопряжено с такими неприятными моментами для пользователей этой инфраструктуры, как повышение тарифов, а также другими неприятными вещами, связанными с монополизацией, в частности меньшим воздействием участников рынка на эту инфраструктуру.

Подтверждение тому — Совет директоров НДЦ, сформированный недавно, который на 50% состоит из представителей крупных участников фондового рынка, что обеспечивает паритет при решении важнейших вопросов деятельности крупнейшего расчетного депозитария в России.

Это своего рода ответ на услышанные опасения, высказывавшиеся как в ходе публичных дискуссий, так и в рамках данного форума в отношении принципов функционирования будущей инфраструктуры.

**Перспективы российского фондового рынка** следует обозначить следующим образом. Создание Центрального депозитария и центральной клиринговой организации приводит к возможности формирования единой информационной и технологической базы, что в свою очередь дает возможность участникам рынка более эффективно управлять своими активами, ныне рассредоточенными по разным рынкам, разным расчетным организациям. Именно **создание центральной клиринговой организации — еще один наш ориентир**, еще одно направление развития рынка.

Следующее — это сопряжение денежных расчетов и расчетов по ценным бумагам в рамках единой инфраструктуры.

И, наконец, **технологическое направление — электронный документооборот** между участниками инфраструктуры, который призван сделать безразличным вопрос об организационной принадлежности баз данных о правах собственности, которые ведут различные участники рынка ценных бумаг — регистраторы и депозитарии. При организации единой системы электронного документооборота снимается также вопрос о разрозненности баз данных и разных технологиях доступа к ним.

Это основные, ближайшие перспективы развития рынка. В дальнейшем, как видится, ориентиром для развития рынка должно стать следование международным стандартам. Стандартам как операционным, которым следуют все развитые рынки, так и стандартам в области организации торговли и расчетов. Имеются в виду рекомендации «Группы 30-ти» и «Группы Джiovаннини». Времени у нас осталось совсем немного, и если к 2007 г. мы хотя бы не приблизимся к стандартам, принятым на западных рынках, мы проиграем конкурентную борьбу. И тем самым потеряем наш рынок.

Не хотелось бы заканчивать на столь пессимистической ноте. В конечном счете все, что мы сейчас делаем, должно привести к улучшению инвестиционного климата в России. Поэтому сказанное должно восприниматься позитивно. Мы осознаем реалии рынка и стремимся сделать все от нас зависящее для улучшения условий работы инвесторов в России с российскими ценными бумагами. Надеюсь, что на III Форуме, который будет проходить в преддверии 2007 г., мы сможем констатировать достижение некоторых целей и решение ряда насущных для рынка задач. ■



**Николай Егоров**  
Директор НДЦ

## О ТЕХНОЛОГИЧЕСКОЙ ПЛАТФОРМЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ\*

Надо констатировать, что консолидация расчетно-учетной инфраструктуры — не тема для дискуссий, а реальный процесс. Мы уже неоднократно сообщали, что к настоящему моменту НДЦ сконцентрировал 36,95% капитала Депозитарно-Клиринговой Компании. Приобретена также доля участия в капитале Расчетно-депозитарной компании (после завершения сделки НДЦ будет располагать чуть менее 30% акций РДК) и решен вопрос о вхождении представителей НДЦ в Совет директоров этой организации. Процесс консолидации рано или поздно приведет к тому, что будет создан единый Центральный депозитарий, который станет обслуживать все торговые системы. Необходимо отметить, что и технологически, и операционно мы готовы к обслуживанию всех действующих торговых систем, в частности Российской торговой системы.

В том случае если Российская торговая система, которая сегодня является одним из крупнейших акционеров, владельцем контрольного пакета акций ДКК, примет решение о дальнейшей консолидации расчетно-депозитарной инфраструктуры, мы готовы обсуждать с РТС этапы и условия перехода к единому расчетному центру, который,

повторю, будет обслуживать РТС, ММВБ и другие торговые площадки. Такое комплексное решение связано не только с определением прав собственности в рамках Группы ММВБ и Группы РТС. Это будет комплексное технологическое, организационное и операционное решение, которое сможет удовлетворить заинтересованные стороны и обеспечить работоспособность той расчетной системы (с участием Центрального депозитария), которую мы планируем создать. Необходимо подчеркнуть, что создание такой системы будет строиться на добровольных началах — без ущемления интересов, нарушения прав собственности. Существует масса возможностей для позитивного развития ситуации для всех ее участников.

Мы не так далеки от того момента, когда будем готовы предложить государству и рынку действующую консолидированную расчетно-депозитарную структуру для создания на ее основе Центрального депозитария. Центральный депозитарий — это по большей части технология и программные средства, обеспечивающие надежное и бесперебойное функционирование этого института.

Национальный депозитарный центр вкладывает значительные средства в мо-

дернизацию своей технологической платформы с учетом требований к функционалу и надежности, предъявляемых развитыми рынками к центральным депозитариям.

Функциональность будущего Центрального депозитария, на основании которой создается технологическая платформа, не прописана пока ни в одном нормативном документе и лишь обозначена в концепции закона о Центральном депозитарии. Тем не менее концепция закона устанавливает, что Центральный депозитарий будет расчетным.

Будучи крупнейшим расчетным депозитарием России, обслуживающим 90% оборотов на российском рынке ценных бумаг, Национальный депозитарный центр располагает достаточными экспертными возможностями, чтобы определить требования к аппаратно-программной платформе Центрального депозитария. И эти требования определены, даже с некоторым запасом. Естественно, платформа может дорабатываться, уточняться, и это будет происходить по мере развития рынка, введения новых нормативных требований, но главное — то, что к концу 2006 г. мы сможем обеспечить функциональность Центрального депозитария в России. ■

\* По материалам выступления на II Международном форуме «Российские ценные бумаги: инфраструктура и операции» (Москва, 8–9 июня 2005 г.). Полностью текст выступления опубликован в журнале «Депозитарий» № 6 за 2005 г.



Денис Соловьев  
Заместитель директора НДЦ

## ПРАКТИЧЕСКИЕ ШАГИ НАЦИОНАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРНОГО ЦЕНТРА НА ПУТИ СОЗДАНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ\*

Концепция закона о Центральном депозитарии допускает различные толкования данного понятия. Термин «Центральный депозитарий» может быть применен к консолидированной структуре на основе действующих расчетных депозитариев или к промежуточному звену между ныне действующими расчетными депозитариями, т. е. депозитариями, обслуживающими расчеты по результатам торгов на биржах, и регистраторами. В зависимости от этого по-разному будет выглядеть трехуровневая схема номинального держания, прописанная в Концепции. Соответственно, другое значение приобретает и термин «расчетный».

Исходя из целесообразности и возможности построения Центрального депозитария в обозримой перспективе, не имеет смысла рассматривать вариант промежуточного звена между расчетными депозитариями и регистраторами, так как он крайне сложен в реализации с технологической точки зрения и не может быть принят участниками рынка, по крайней мере, без существенной детализации и поиска компромиссов. Именно нахождение компромисса является ключом к созданию Центрального депозитария.

Если говорить о создании Центрального депозитария на базе ныне действующих расчетных депозитариев, то отчасти компромиссы уже найдены. По крайней мере, есть основания считать, что идея ЦД будет принята участниками рынка.

С организационной точки зрения создание Центрального депозитария на базе расчетных депозитариев представляет собой достаточно сложную, но решаемую задачу. Расчетно-депозитарная инфраструктура состоит из 5 крупнейших расчетных депозитариев, среди которых можно выделить трех лидеров: Национальный депозитарный центр (НДЦ), Депозитарно-Клиринговую Компанию (ДКК) и Расчетно-депозитарную компанию (РДК) (рис. 1, 2 на стр. 13). Расчетные депозитарии обслуживают крупнейшие расчетные системы, где лидируют Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) (объем торгов на ММВБ за 2004 г. составил 85% от общего объема организованных торгов ценными бумагами на российском рынке) и две крупнейшие фондовые биржи — Российская торговая система (РТС) и Фондовая биржа «Санкт-Петербург» (ФБСПб), при-

надлежащая Российской торговой системе. Основной объем торгов происходит на Фондовой бирже «Санкт-Петербург» с акциями Газпрома, расчеты по которым производит РДК.

За прошедший после 1-го Форума по российским ценным бумагам год начали решаться вопросы консолидации российской расчетно-депозитарной инфраструктуры. Так, Национальный депозитарный центр приобрел доли участия в Депозитарно-Клиринговой Компании и в Расчетно-депозитарной компании и ввел своих представителей в советы директоров этих структур: 2 — в совет директоров РДК, обслуживающей расчеты по торгам с акциями Газпрома, и 4 — в совет директоров ДКК, обслуживающей Российскую торговую систему.

Если вопрос консолидации тройки лидеров будет решен в полном объеме, то останется решить проблему реорганизации бизнеса оставшихся двух депозитариев и его перевода в Центральный расчетный депозитарий.

Эти основные организационные решения на пути консолидации расчетно-учетной системы могут быть поддержаны

\* По материалам выступления на II Ежегодном форуме «Российские ценные бумаги - инфраструктура и операции» (Москва, 8–9 июня 2005г.).

и закреплены регулятором. Но даже без этого у ведущих участников инфраструктуры российского рынка ценных бумаг есть возможности договориться, сформулировать принципы обслуживания всех торговых систем единым Центральным расчетным депозитарием.

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ГРУППЫ ЭКСПЕРТОВ О ПРИНЦИПАХ ОРГАНИЗАЦИИ ЦД

Рассмотрим, насколько основа для создания Центрального депозитария — российская расчетно-депозитарная инфраструктура соответствует принципам, которые международные организации, группы экспертов и регулирующие органы предъявляют к центральным депозитариям на зарубежных рынках.

Международные группы экспертов сформулировали принципы, которым должна соответствовать такая структура, как Центральный депозитарий. Согласно рекомендациям ISSA и «Группы 30-ти» при создании и функционировании Центрального депозитария должны быть соблюдены следующие условия:

- некоммерческий характер деятельности;
- управляемость участниками рынка;
- представительство всех групп пользователей в органах управления;
- наличие государственной поддержки;
- соответствие международным стандартам, сотрудничество с мировыми расчетно-клиринговыми системами;
- равные условия и тарифы для всех участников;
- доступность услуг всем участникам;
- технологичность: обслуживание больших объемов операций и интерактивный доступ к ЦД;
- использование накопленного опыта.

### 1. Функционирование на некоммерческой основе

Функционирование на некоммерческой основе — основополагающий принцип, согласно которому все, что зарабатывает организация, тратится на ее развитие. Это значит, что Центральный депозитарий, занимающий монопольное положение на рынке, не ведет себя как коммерческая структура, пытаясь максимизировать прибыль. Разумеется, нельзя упускать из виду вопросы финансовой стабильности, тем не менее максимизация прибыли как основная цель деятельности ставиться не должна.

Если посмотреть на российскую инфраструктуру с этой точки зрения, то можно заметить, что из 5 участников

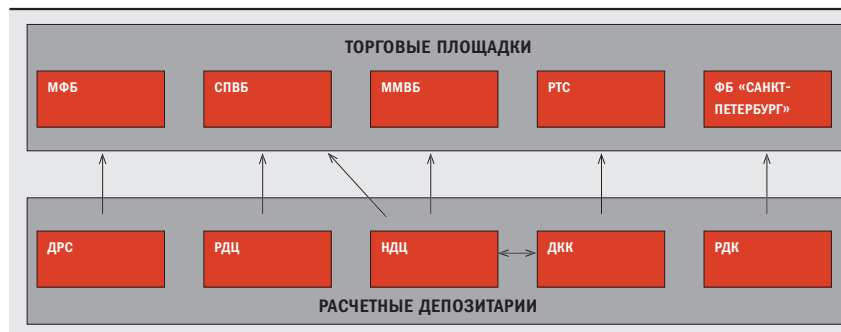
только 2 являются некоммерческими организациями — Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и Объединение юридических лиц «Депозитарно-расчетный союз» (ДРС) (рис. 3).

### 2. Управляемость участниками рынка и представительство всех групп пользователей в органах управления. Вопросы собственности.

Права собственности — очень чувствительные вопросы. Акции расчетных де-

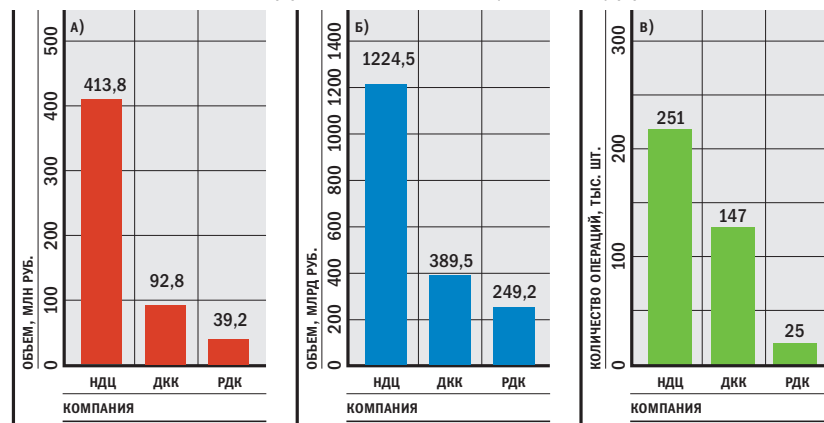
Тем не менее следует подчеркнуть, что права собственности и управление инфраструктурой — разные вещи. Центральным депозитарием как централизованным рыночным институтом-монополистом может владеть кто угодно. При некоммерческом характере деятельности права собственности — это скорее обременение. И по большому счету не столь значимо, кто учитывает на своем балансе акции, которые не приносят прибыль, важно, кому собственник делегирует права управления. А это зависит от решения, которое будет

Рисунок 1. ИНФРАСТРУКТУРА



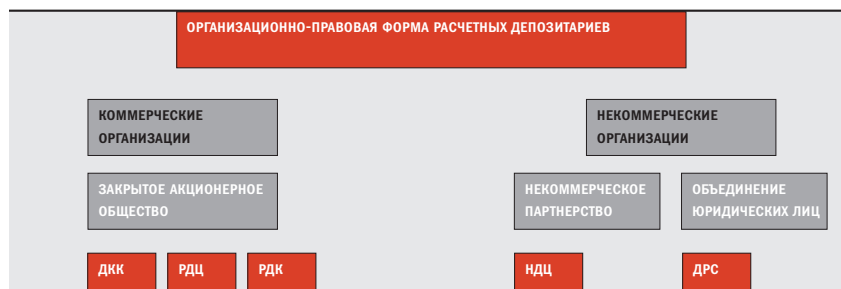
Источник: ИНФИ ПАРТАД, ММВБ, РТС.

Рисунок 2. РАСЧЕТНО-ДЕПОЗИТАРНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА\*: СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА (А); ОБЪЕМ ОБСЛУЖИВАЕМЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (Б); КОЛИЧЕСТВО ОПЕРАЦИЙ (IV кв. 2004 г.) (В)



\* По состоянию на 31 декабря 2004 г.  
Источник: База данных ПАРТАД «Депозитарии России», отчет НДЦ.

Рисунок 3. НЕКОММЕРЧЕСКИЙ ХАРАКТЕР ДЕЯТЕЛЬНОСТИ



позитариев учитываются как имущество на балансе участников рынка; именно поэтому, что оказываются затронуты вопросы собственности, процесс консолидации расчетно-депозитарной инфраструктуры идет так непросто.

принято на политическом уровне, и от баланса сил, который на политическом уровне будет сочтен уместным для управления такой инфраструктурой. Принципы, обеспечивающие управляемость структуры кем угодно, в частности участниками рынка,





могут быть введены в устав или другие учредительные документы. Возможно, полномочия или их часть будут делегированы участникам рынка напрямую либо торговым системам, которые созданы участниками рынка и ими управляются.

Подобным образом организована структура собственности и управления Национального депозитарного центра и Депозитарно-Клиринговой Компании — ведущих расчетных депозитариев страны (рис. 4–6). В капитале ДКК доля Российской торговой системы, кото-

ми рынка. Органы управления НДЦ и ДКК, их советы директоров достаточно диверсифицированы, участники рынка представлены в них весьма широко, но не всегда пропорционально доле участия в капитале.

В будущем Центральном депозитарии, вероятно, было бы целесообразно разделять вопросы собственности и управления, не диктовать правила формирования собственности (хотя базовые ограничения по структуре собственности, безусловно, должны быть), а регулировать

гда удобно быть представленным в структуре собственности, то его представительство в органах управления крайне целесообразно, поскольку речь идет о создании центральной структуры, которая будет выполнять в том числе и государственные задачи, обеспечивая стабильность финансового рынка и расчетов на нем. В настоящий момент государство представлено в органах управления Национального депозитарного центра в лице Банка России.

#### 4. Международные стандарты и сотрудничество

Центральный депозитарий как рыночная инфраструктура становится «корреспондентом» или «собеседником» для международного рынка, к которому адресуются по различным вопросам международного сотрудничества иностранные инвесторы. Безусловно, если ЦД соответствует международным стандартам, это выгодно и для рынка в целом, и для каждого его участника в отдельности, и для государства.

Понимая это, НДЦ как структура, претендующая на роль ядра консолидации расчетно-учетной системы и базы для создания Центрально расчетного депозитария, уделяет международному сотрудничеству большое внимание и стремится не только соответствовать стандартам, принятым на мировых рынках, но и внедрять эти стандарты на отечественном рынке.

#### 5. Равные условия и тарифы для всех участников

Позиция НДЦ прояснилась за последний год достаточно четко. Утверждена маркетинговая политика, ограничивающая возможность обслуживания непрофессиональных участников рынка ценных бумаг — клиентов профессиональных участников (депонентов). Это серьезный вопрос. Долгое время пользователи наших услуг опасались, что мы как достаточно «дешевая» инфраструктурная организация, по крайней мере по сравнению с кастодианами, привлекательны для прямого обслуживания клиентов наших клиентов. В настоящее время конфликт интересов отсутствует, мы не конкурируем с нашими клиентами.

При этом надо заметить, что все клиенты пользуются услугами НДЦ на равных условиях, а тарифная политика строится на принципах максимальной доступности услуг высокого качества для всех категорий клиентов.

В целом тарифная политика Национального депозитарного центра и других

Рисунок 4. СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ ДКК



Рисунок 5. СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ НДЦ

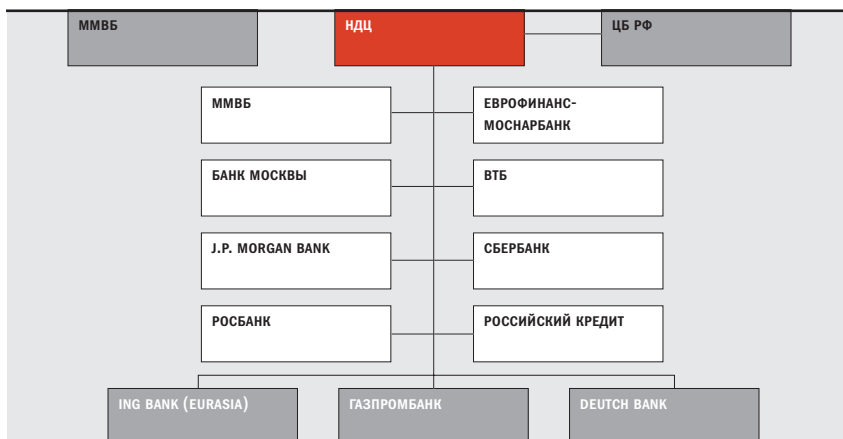
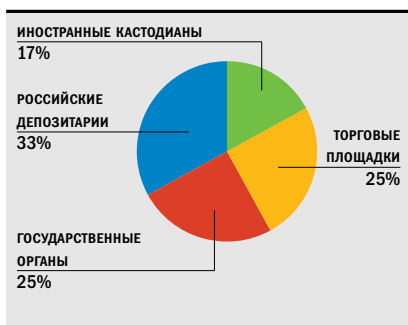
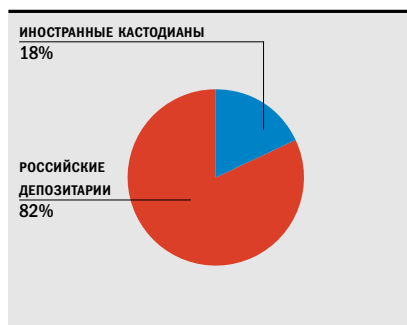


Рисунок 6. ОРГАНЫ УПРАВЛЕНИЯ: УЧАСТИЕ ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ РЫНКА И ГОСУДАРСТВА

##### Совет Директоров НДЦ\*



##### Совет Директоров ДКК



\* Представлены все основные группы пользователей услуг. Источники: WEB-сайты ДКК и НДЦ.

рую обслуживает ДКК, составляет 56,5%, доля НДЦ — почти 37%, остальное принадлежит трем участникам рынка. У НДЦ контрольный пакет также сосредоточен в руках торговой системы, которую обслуживает НДЦ, а именно у ММВБ, значительная часть — у Центрального банка, оставшиеся доли распределены между банками и участника-

состав и принципы работы органов управления.

#### 3. Государственная поддержка

Государственная поддержка — важная проблема, затрагивающая вопросы об органах управления и собственности. Государство должно быть представлено в обеих сферах. Если государству не все-

расчетных депозитариев построена таким образом, что она обеспечивает базовые требования участников рынка. Это немалое количество ограничений, в том числе добровольное самоограничение на обслуживание тех или иных категорий лиц.

Хотелось бы отметить, что принципы, которые сегодня исповедуются при формировании тарифной политики и тарифов, неизбежно претерпят изменения при централизации расчетно-депозитарной инфраструктуры, как, впрочем, и

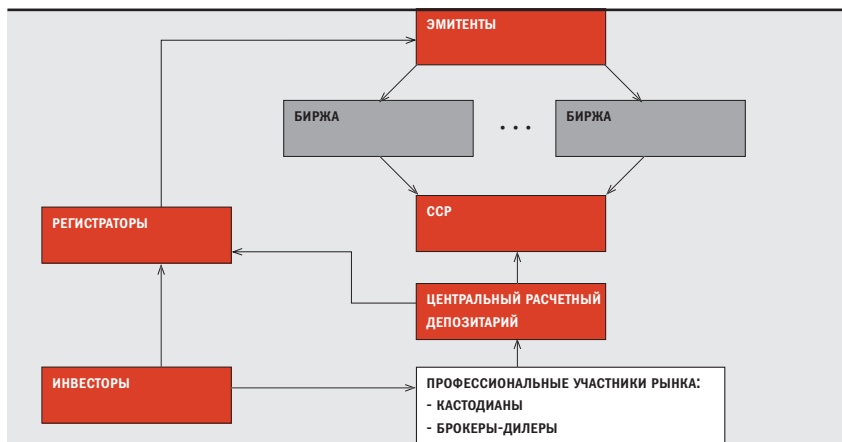
платформы с целью сделать ее пригодной для возможного использования в качестве технологической платформы Центрального депозитария и для создания единого информационного пространства в инфраструктуре фондового рынка (имеется в виду электронный документооборот между регистраторами как первичным звеном учетной системы и депозитариями и их пользователями). Если данные усилия будут поддержаны регулятором, то к моменту официального создания Центрального

## ПРОЕКТ СОЗДАНИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Идеально, когда существует Центральный расчетный депозитарий, регистраторы продолжают обслуживать эмитентов и непрофессиональные инвесторов, а профессиональные инвесторы обслуживаются в ЦД (рис. 7), который отвечает международным стандартам, применяемым к инфраструктурным организациям, и обеспечивает признание и надежность российского рынка ценных бумаг. При этом технологии, которые применяются для клиринга и расчетов, позволяют осуществлять все виды клиринга. Естественно, при этом необходимы определенные организационные изменения, связанные с выделением кредитных рисков в отдельное юридическое лицо и созданием центрального контрагента рынка. Важно, что при этом бизнес не разрушается, рынок приобретает новое качество и конкурентные преимущества перед иностранными рынками ценных бумаг.

Следует обращать внимание на конкуренцию с иностранными рынками, когда 70–80% оборота российских ценных бумаг в форме депозитарных расписок сосредоточено на зарубежных торговых площадках. Не предпринимать в этой ситуации каких-либо действий было бы неправильно. Будем надеяться, что наши усилия приведут к положительному результату и российский рынок займет достойное место в обслуживании интересов российских эмитентов и их инвесторов. ■

Рисунок 7. ПРОЕКТ СОЗДАНИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ



любой инфраструктуры. Принципы формирования тарифной политики Центрального депозитария должны быть основаны скорее на затратных методах. Тарифы должны стать расчетной величиной и, безусловно, согласовываться с Федеральной антимонопольной службой.

### 6. Технологии

Одно из базовых требований к технологичности расчетной инфраструктуры — сквозная обработка транзакций, *STP*. В настоящее время в России этот принцип не реализован. Но Национальный депозитарный центр предпринимает колоссальные (и затратные) усилия для модернизации технологической

депозитария инфраструктурные технологии в России будут отвечать всем требованиям, предъявляемым в мире к центральным депозитариям.

### 7. Опыт

В целом функции НДЦ соответствуют тому перечню базовых функций, которые должен осуществлять Центральный депозитарий и которые прописаны в Концепции закона о Центральном депозитарии (см. таблицу). Тем не менее некоторые функции в настоящее время НДЦ не поддерживаются. Это отчасти объясняет те усилия, которые НДЦ предпринимает для создания новой платформы и модернизации уже действующей технологической базы.

Таблица. ФУНКЦИИ ДЕПОЗИТАРИЕВ

Функции	Функции
<b>Центральный депозитарий</b>	<b>Национальный депозитарный центр</b>
Открытие и ведение междепозитарных счетов депо российских депозитариев	Открытие и ведение междепозитарных счетов депо российских депозитариев.
Открытие и ведение счетов депо зарубежным ЦД.	Функции номинального держателя в реестрах акционеров. Электронный документооборот с регистраторами.
Функции единственного номинального держателя в реестрах акционеров	Клиринг по сделкам с ценными бумагами.
Клиринг по сделкам с ценными бумагами.	Присвоение кодов ценных бумаг ISIN.
Присвоение кодов ценных бумаг ISIN.	Функции расчетного депозитария.
Функции расчетного депозитария.	Расчеты на условиях «поставка против платежа».
Денежные расчеты для обеспечения «поставки против платежа».	Содействие депонентам в реализации прав по ценным бумагам, в том числе обеспечение выплат депонентам через НДЦ доходов по ценным бумагам
Денежные расчеты по исполнению обязательств по ценным бумагам (погашение облигаций, перечисление дивидендов и т. п.)	





ЕЛЕНА АВАКЯН  
Председатель правления НАУФОР

## ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК НА РАСПУТЬЕ: КУДА, ЗАЧЕМ, КАК?\*

В проекте Стратегии развития финансового рынка РФ до 2008 г., разработанном ФСФР РФ, выделяются три основных стратегических направления:

1. Создание инфраструктуры, отвечающей требованиям современного финансового рынка.

2. Нормализация законодательства — создание правового обеспечения для инфраструктуры и инструментальной базы финансового рынка.

3. Решение вопроса о структуре регулятора и модернизация механизмов регулирования рынка.

Если эти задачи будут решены, это станет таким же прорывом для российского финансового рынка, каким стало в свое время принятие Закона «О рынке ценных бумаг».

В рамках Стратегии обозначены основные вопросы инфраструктуры рынка, которые должны быть решены в 2005–2008 г. Приоритетный среди них — разработка пакета из трех нормативных актов: Закона о Центральном депозитарии, Закона о клиринге и Закона о биржах и биржевой деятельности. Необходимо обеспечить единый подход к разработке этих законопроектов, поскольку речь идет об общей терминологии, технологии и принципах регулирования. Важнейшая предпосылка этого процесса — консолидация экспертного ресурса. На данный момент существуют отдельные рабочие группы при МЭРТ, Минфине, Совете Федерации, Госдуме, которые используют неунифицированную терминологию и разную методологию. Нет единого центра подготовки этих законов, нет единого видения, а они позволили бы ускорить процесс принятия решения и повысить качество конечного продукта. Задача создания вышеуказанного пакета законов беспрецедентно сложна, поэтому требует качественно новых подходов в своем решении.

Наиболее острая дискуссия развернулась по вопросу о Центральном депозитарии. Позиция регулятора в том, чтобы с помощью независимой консалтинговой компании найти пути консолидации существующей расчетно-депозитарной структуры.

Очевидно, что необходимость реформирования российской инфраструктуры возникла в связи с тем, что она стала проигрывать в конкурентной борьбе западным рынкам и давление иностранных инфраструктурных организаций на российский рынок стало увеличиваться. Однако прежде чем отдавать на аутсорсинг этот проект, следовало бы в рамках экспертной дискуссии, привлекая Центральный банк, регулятора фондового рынка, Минфин, профсообщество, решить три ключевых вопроса:

1. Обеспечение конфиденциальности информации, гарантирующее отсутствие доступа к информации по счетам со стороны клиентов, владельцев депозитария и государственных структур, в том числе правоохранительных органов.

2. Структура собственности и управления Центральным депозитарием.

3. Формирование принципиального подхода к решению конфликта интересов, возникающего при установлении тарифной политики ЦД.

Эти вопросы не только не решены, но и не обсуждались широко в открытой дискуссии. Тем временем процесс изменения в структуре собственности двух основных претендентов на звание ЦД протекает не в рамках логики создания удобной инфраструктуры, а в рамках конкурентных отношений двух бизнес-структур.

Другой вопрос, получивший широкий общественный резонанс — вопрос о принципиальной структуре регулятора финансового рынка России и модернизации самих механизмов и принципов ре-

гулирования. ФСФР был заявлен курс на создание мегарегулятора.

Развитие взаимодействия государственного регулятора и саморегулируемых организаций через передачу части полномочий по регулированию последним и реализацию модели коллегиального регулирующего органа — одно из приоритетных направлений работы СРО. Реализация стратегии на этих направлениях встретит активную поддержку со стороны СРО. Безусловно, консолидация подотраслевых СРО является важной предпосылкой и усиления СРО, и создания базы для полномасштабного исполнения СРО части функций регулирования. Однако механизмы этой консолидации — принципиальный момент.

Использование административного ресурса для форсирования этого процесса контрпродуктивно, поскольку противоречит ключевым принципам саморегулирования. В его основе лежат добровольность, доверие участников рынка к коллегам по бизнесу и тем лицам, которые выбираются ими в органы управления, поэтому излишнее администрирование деятельности СРО, а тем более директивный стиль отношений со стороны государства недопустимы. Идея сокращения числа СРО до трех (по одной для каждого сегмента финансового рынка) фактически подменяет приоритет усиления СРО простым количественным сокращением. СРО на финансовом рынке создавались снизу, профессиональным сообществом, и администрирование объединительных процессов может разрушить наработанный авторитет СРО как инструмента выстраивания государственно-общественных отношений и важного института гражданского общества, способствующего укреплению рыночной дисциплины, совершенствованию и развитию профессиональной деятельности на финансовом рынке. ■

\* По материалам выступления на II Ежегодном форуме «Российские ценные бумаги: инфраструктура и операции» (Москва, 8–9 июня 2005 г.).



# ОПЕРАЦИОННАЯ ИНФРАСТРУКТУРА В РОССИИ: ВЗГЛЯД ЗАПАДНО-ЕВРОПЕЙСКИХ И АМЕРИКАНСКИХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА\*



Участники круглого стола (слева направо): Джон Фальк, менеджер S.W.I.F.T.; Горан Форс, руководитель клиентской службы, SEB (шведская финансовая группа); Даниел Парсонз, директор по операциям Morgan Stanley (оценка рисков и операции с ценными бумагами на российском рынке); Филипп Лоренс, директор коммерческого управления Euroclear, возглавляет работу с ценными бумагами Восточной Европы и Бенилюкса; Майта Верткрокер, менеджер по субкастодийным отношениям в Центральной и Восточной Европе, State Street; ведущий круглого стола Брюс Лоуренс, управляющий директор Эйч-Би-Эл Консалтанси Сервисиз («Эйч-Би-Эл Консультационные услуги», (HBL Consultancy Services).

## Брюс Лоуренс

управляющий директор «Эйч-Би-Эл Консалтанси Сервисиз»  
HBL Consultancy Services),  
ведущий «круглого стола»

Предлагаю обсудить следующие вопросы: как участники европейского и американского рынков относятся к российскому рынку; проблемы создания Центрального депозитария и расчетного депозитария; выполняют ли кастодианы свою роль; существующее правовое поле в России; каким образом можно войти в данную систему.

Выскажу общее мнение, что настроение участников форума оптимистичное

и будущее представляется достаточно перспективным. Понятно, что в прошлом рынок недооценивался властями, однако появились определенные признаки существенных изменений в действующем законодательстве. Появилось понимание того, что Центральный депозитарий жизненно необходим для этого рынка. Лично меня как независимого консультанта серьезно беспокоит следующее: г-н Вьюгин в своем выступлении сказал, что в настоящее время идет интенсивный процесс развития рынка ценных бумаг, средства на это выделены, сформирована группа консультантов для построения рабочей модели Центрального депозитария. В то же время создается такая технология, которая, по

моему мнению, не будет соответствовать рекомендациям консультантов. Следует иметь в виду, что обе инициативы, активно разрабатываемые на сегодняшний день, являются взаимоисключающими. Необходимо также учесть мнение регистраторов и особенности их бизнеса. Инвестиционный климат изменился: если раньше можно было инвестировать в высокорисковый бизнес, то сегодня инвесторы предпочитают более консервативные, долгосрочные инвестиции.

**Первое, что хотелось бы обсудить: как при существующей структуре рынка и определенных ограничениях будет развиваться ситуация на российском рынке?**

\*По материалам «круглого стола», состоявшегося в рамках II Форума «Российские ценные бумаги: инфраструктура и операции» (Москва, 8–9 июня 2005 г.).



### Майта ВертКрокер

менеджер по субкастодиальным отношениям  
в Центральной и Восточной Европе  
*StateStreet*

Существует много ограничений для глобальных кастодианов. В России юридические лица не признаются профессиональными участниками рынка. Открывать счета нашим клиентам, если они не являются юридическими лицами, очень трудно. Структурирование счетов также создает определенные трудности. Например, если глобальный кастодиан должен открыть своим клиентам — физическим лицам счета, создав при этом какую-то «зонтичную» структуру, то, естественно, некоторые из них будут оспорены; голосование по доверенности клиентам будет не разрешено. То же самое касается и налоговых льгот. Следует отметить еще одно серьезное ограничение: для того чтобы участвовать на этом рынке, необходимо иметь невероятно большое количество специальных счетов. Мне кажется, что с финансовой точки зрения это не очень удобно для наших клиентов, а с операционной точки зрения — неэффективно.

### Даниел Парсонз

директор по операциям *Morgan Stanley*  
(оценка рисков и операций с ценными бумагами на российском рынке)

В *Morgan Stanley* открыто несколько хеджевых счетов, которые работают на российском рынке. Что касается администрирования счетов и операционных решений, то вполне приемлемой является концепция номинальных держателей. И хотя наши клиенты несколько другие, думаю, мы сталкиваемся с теми же проблемами. Из-за существующих ограничений сложно в полной мере использовать свои ресурсы и организовать работу своих фондов.

### Брюс Лоуренс:

**Какие риски, присущие местному рынку, необходимо значительно снизить?**

### Филипп Лоренци

директор коммерческого управления *Euroclear*  
(работа с ценными бумагами Восточной Европы и Бенилюкса)

Есть несколько рисков, которые необходимо существенно снизить, и прежде всего это ППП («поставка против платежа»). Перевод денег и ценных бу-

маг должен производиться одновременно и необратимо. Необходимо, чтобы были гарантии предоставления качественных услуг нашим клиентам. В этом случае Центральный депозитарий (ЦД) смог бы играть важную роль при переводах ценных бумаг, при перерегистрации прав.

### Горан Форс

руководитель клиентской службы *SEB*

Нередко приходится слышать критику в адрес существующей системы от наших клиентов. Если будет создан Центральный депозитарий, то проблемы учета прав будут решены. Говоря о рисках, следует упомянуть лишь о том, что судебные разбирательства по правам на ценные бумаги занимают слишком много времени, а этого можно было бы избежать при отработанной системе ППП.

### Майта ВертКрокер

Ситуацию в России можно сравнить с тем, что происходит в мире в целом и в Европе в частности. Инфраструктурные преобразования — это высокочрезвычайно затратные реформы, и во всем мире развернуты дискуссии: какой вариант является менее затратным.

### Брюс Лоуренс:

Это уже вторая конференция. В прошлом году мы обещали продолжить разговор об унифицированном Центральном депозитарии с точки зрения мировой практики. **Что бы вы хотели получить от российского Центрального депозитария в случае его создания? Какие могут быть позитивные и негативные стороны?**

### Даниел Парсонз

Необходимо, чтобы расчеты и клиринг происходили непосредственно под контролем участников рынка, которые должны владеть этими структурами. Кроме того, Центральный депозитарий мог бы стать центральным реестродержателем. Очень важна поддержка розничного бизнеса через ЦД, хотя осуществить это в России сложно, так как создать такую организацию для большого количества инвесторов, которая бы всех поддерживала, особенно в ситуации с иностранными инвесторами, будет достаточно трудно. Работа с крупными иностранными инвесторами должна быть правильно организована, особенно в отношении налоговых льгот. И все же российский рынок очень перспек-

тивный: за 2 года работы на нем мы получили десятикратное увеличение инвестиций, и я уверен, что объемы будут расти.

### Брюс Лоуренс

**Что, по вашему мнению, характерно для местного рынка с точки зрения стандартов?**

### Джон Фальк

менеджер *S.W.I.F.T.*  
(инфраструктура рынка ценных бумаг)

Я считаю, что необходимо обеспечить не только доступ местным организациям, но и взаимодействие на международном уровне, для того чтобы все стороны могли эффективно использовать возможности ЦД, а участники рынка — общаться друг с другом. Стандартизация необходима, и *S.W.I.F.T.* занимается технической стандартизацией расчетов европейских и некоторых других рынков. Мы относимся к этим вопросам крайне внимательно. Что касается российского рынка ценных бумаг и создания Центрального депозитария, то, конечно, существует не только технологический риск, но и риск того, что в перспективе эти стандарты не будут применяться.

### Филипп Лоренци

Главное для нас — чтобы был сформирован ЦД, с помощью которого государство будет осуществлять транзакции. Очень важно применить именно эти рычаги. Если ЦД будет использоваться отдельной группой и его целью будет максимизация прибыли определенных акционеров, то возможен конфликт интересов. Если вы попытаетесь оптимизировать услуги для увеличения прибыли отдельных акционеров, то вряд ли будете делать это и для других клиентов. Если пользователи — ваши акционеры, вы сможете регулировать и цены, и то, какими должны быть ваши услуги и риски в области ценных бумаг (а они могут быть самыми разными). Поэтому я считаю, что если ваши пользователи будут акционерами, то баланс интересов будет соблюден. Если говорить о возможной политической стороне данного вопроса, то не хотелось бы, чтобы другие пользователи оказались в невыгодном положении.

### Тим Рукрофт

*Thomas Murray*

*Thomas Murray* составлял профили рисков для многих стран мира. *Standard & Poor's* присвоил российскому рынку рейтинг *BBB*. В Европе есть только три рынка



с такой оценкой: Россия, Украина и Словакия, причем риски у рынков Украины и России очень схожи. Для того чтобы улучшить этот рейтинг, нужно консолидировать депозитарную деятельность.

#### Даниел Парсонс

То, что модель включает в себя нечто большее, чем только депозитарий, — это действительно так. Еще вчера никто не предлагал централизовать информацию по зарегистрированным лицам на этом рынке. А ведь регистрация — один из важнейших вопросов, поэтому Центральный депозитарий должен стать еще и Центральным регистратором. С нашей точки зрения, в создании ЦД должны принимать участие не только Центральный банк, но и другие банки, депозитарии, кастодианы, биржи, брокеры, менеджеры, крупнейшие компании и остальные участники, для того чтобы появился действительно прекрасный Центральный депозитарий, соответствующий всем требованиям рынка.

#### Джон Фальк

Представители *S.W.I.F.T.* четко представляют себе роль ЦД на этом рынке: это не только депозитарий, кастодиан, но и настоящий виртуальный инструмент, способный прекрасно работать. С его помощью брокеры и кастодианы — участники рынка — могли оперативно и эффективно взаимодействовать, посылая свои инструкции в электронном виде. Это должен быть процессуальный инструмент, в полной мере обеспечивающий взаимодействие в виртуальном пространстве и гарантирующий качественное обслуживание всем клиентам.

#### Филипп Лоренци

Есть и другая немаловажная сторона процесса — клиринг. Однако на местном рынке этот термин не всегда означает клиринг в классическом понимании этого слова. Например, то, что называют клирингом в Украине, таковым вовсе не является. Во всяком случае, это совершенно не то, чем они занимаются. Нужно смотреть на неттинг, на соотношение по результатам торгов, следить, чтобы сделки совпадали, фиксировать наличие налоговых льгот и т. д. Цивилизованный клиринг совершенно необходим для проведения трансграничных сделок. Все знают, что российские высоколиквидные ценные бумаги торгуются на Лондонской бирже, но *Euroclear* и *Clearstream* выступают за возвращение их в полном объеме на торговые площадки России. В этом заключается наша задача. Вероятно, многие бизнесмены будут расстроены.

#### Брюс Лоуренс

**Каково, на Ваш взгляд, будущее этого рынка? Как будет меняться уровень услуг глобальным кастодианам?**

#### Майта ВертКрокер

В настоящее время на рынке сложилась нетипичная и неэффективная, с точки зрения иностранных инвесторов, структура. Предлагаемые ею методы — это, можно сказать, квазиППП, квазиклиринг. В то же время небольшое количество глобальных кастодианов и иностранных инвесторов знают, что услуги, предлагаемые этими российскими институтами, соответствуют уровню услуг хорошо зарекомендовавшего Центрального депозитария. Они предлагают сделать более эффективной существующую систему расчетов и клиринга, доведя ее до уровня мировых стандартов. Причина, по которой глобальные кастодианы не могут воспользоваться в полной мере услугами НДС и ДКК, кроется в том, что процессуально они не подходят для обслуживания, скажем, паев в паевых фондах. Как только в России будет создан ЦД и обозначен спектр его услуг, определена эффективность его работы, тогда мы будем сотрудничать с этой организацией. Безусловно, мы осведомлены о деятельности НДС и ДКК. Недавно мы провели переговоры с крупнейшими аналогичными организациями за рубежом, с которыми совместно разработали предложение, как изменить ситуацию к лучшему. Есть, конечно, инвесторы, в основном европейские, которые не ограничены этим ввиду разницы в регулировании, установленной Положением № 1705. И тем не менее они не просят осуществлять операции исключительно через Центральный депозитарий. Почему? Обеспеченное право владения ценными бумагами — ключ к настоящему ППП. Для этого нужно внести изменения в законодательство, чтобы оно могло полностью обеспечивать право собственности.

#### Горан Форс

Международное профессиональное сообщество знает, что пока ППП не является полноценным в России и существуют определенные риски, включая несовершенство законодательства. Расхождения в законодательстве стран при международных расчетах могут вызывать операционные риски, к которым на российском рынке добавляются трудности, вызванные сложной структурой, вернее, отсутствием централизованной расчетной и клиринговой структуры. Что касается кастодиального бизнеса,

то в Западной Европе наметилась тенденция к снижению его прибыльности.

#### Даниел Парсонс

Многие наши клиенты зарегистрированы в ДКК, у регистраторов, еще необходимо взаимодействовать с НДС. Все это усложняет нашу жизнь. Ведь дивиденды поступают по-разному, и очень сложно их выплачивать; существует и ряд других сложных вопросов, которые пока не решаются. Мы должны четко знать, какие услуги предоставляют НДС и ДКК, чтобы правильно информировать наших инвесторов. Без этого невозможно построить эффективный бизнес. Безусловно, наличие централизованной структуры облегчило бы нашу работу.

#### Брюс Лоуренс

**Какой совет вы дадите тем, кто хотел бы открыть свое дело на российском рынке? Каков механизм работы рынка? Существуют ли какие-либо барьеры для вступления на местный рынок?**

#### Даниел Парсонс

На российском рынке те же проблемы, что и на любом развивающемся рынке, — неурегулированность и неотлаженность механизма, что снижает интерес инвесторов. Все понимают, что определенные риски, высокая стоимость услуг и определенное давление — это признаки переходного рынка. Тем не менее многие компании и социальные инвесторы идут на этот рынок. Однако следует четко понимать, что самое главное — определить временные рамки. В такой момент необходимо быть более энергичным и понимать, что требуется получить определенное количество решений, в том числе от налоговых органов, пройти процедуру лицензирования. В России надо более напористо и энергично работать, и если вы хотите укладываться в заданные временные рамки на этом рынке, то «энергичность» — ключевое слово. Например, мы готовы торговать значительно раньше, чем ожидали. Думаю, уже этим летом мы начнем торговлю. В этом случае временные рамки нереалистичны. И еще один совет о внешних источниках: нужно быть очень осторожными тем, кто не знает ситуации в России.

#### Горан Форс

Существуют определенные ограничения, накладываемые Положением № 1705, и западные клиенты об этом знают. Но мы



занимаемся кастодиальным бизнесом. Безусловно, на рынке есть информация по этому виду услуг, и хотя она напрямую не относится к нам, к нашему бизнесу, мы ее все равно отслеживаем на тот случай, если она пригодится нашим клиентам. Было бы намного удобнее существовать в условиях с определенной централизованной системой. Если рассматривать каждый рынок в отдельности, то рынки работают эффективно. Наша задача — обеспечить «бесшовность» трансграничных сделок и международных расчетов. Конечно, когда имеешь дело с несколькими сторонами, а не с одним ЦД, это может привести к удорожанию.

#### Джон Фальк

Конечно, в России нет системы ПИФов в том виде, в каком она существует в мире. Но ведь существуют определенные правила, установленные Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC). Проблемы возникают в том случае, когда клиенты просят осуществить международные операции, поскольку очевидна разница в стандартах и регулировании. В России тоже появляется ясное понимание необходимости четких стандартов для всех видов операций и отчетности. Такова реальность мировой практики, которая тоже может изменяться, и пресловутое Положение № 1705 уже стало меняться: в настоящее время вышло Постановление № 1707, которое стало менее жестким.

#### Горан Форс

Рынок, в котором мы сегодня существуем, — это не рынок 1995 г., хоть он и регулируется устаревшими законами, принятыми в то время. Новые законодательные акты должны содержать новые условия. Сложно напрямую заключать договор с регистратором, если их лицензия зависит от соблюдения всех противоречивых требований существующего законодательства. На практике процесс оказывается намного сложнее.

#### Филипп Лоренци

В настоящее время идет активный процесс консолидации расчетных депозитариев в ЦД. Претенденты на роль Центрального депозитария создают соответствующие модули информационных технологий (ИТ), энергично ищут бизнес-решения и интеграторов для создания Центрального расчетного депозитария. Сегодня рынку придется решать колоссальное количество правовых вопросов, что потребует серьезных усилий и большого количества времени. Если мы будем пытаться обособленно решать каждый

свои проблемы по разным странам, у нас ничего не получится. Нужно все эти вопросы рассматривать в комплексе, глобально, ведь рынки стремятся к объединению.

В данный момент имеет место активный процесс объединения 4 рынков — Бельгии, Франции, Нидерландов и Англии. Мы подготовили 85 правил, но на самом деле потребуется еще много времени, чтобы гармонизировать правовое регулирование даже по этим странам, не говоря уже о том, насколько такой процесс может оказаться сложным в условиях России. Вопрос о вероятной борьбе с *Clearstream* я бы назвал провокационным. Действительно, в Бельгии нет единого ЦД, но это не мешает нам работать, потому что есть сегрегация функций, ведь мы обслуживаем разные финансовые инструменты.

#### Даниел Парсонз

Главная цель создания ЦД — снижение рисков. НДЦ предлагает такие решения. Централизация услуг и информации, в том числе по регистрации, реально обеспечила бы снижение рисков в специфических условиях российского рынка. Пока мы вынуждены связываться с несколькими организациями (как с НДЦ, так с ДКК), для того чтобы наши клиенты имели доступ к их системам. НДЦ, как Национальное нумерующее агентство имеет право присваивать международные коды *ISIN* российским ценным бумагам, система ДКК располагает своей внутренней кодировкой, ФСФР предоставляет идентификационные номера. Все это усложняет работу на рынке. Всем известно, сколько проблем возникло в связи с реструктуризацией РАО «ЕЭС России» и многочисленными сериями выпусков одних и тех же бумаг. Четкое современное информирование и законодательное регулирование способны решить все эти проблемы.

#### Джон Фальк

Как представляется, только ЦД сможет сконцентрировать достаточные ресурсы. Хотя как инфраструктурной организации ему не обязательно обладать огромным собственным капиталом, для минимизации рисков достаточно иметь необходимое обеспечение. Но ЦД сможет создать базу для оказания качественных услуг рынку, и только он сможет действовать глобально и обеспечить гармонизацию стандартов различных систем, работающих на рынках. Более того, ЦД сможет решить проблемы интероперабельности при взаимодействии с другими рынками, четко соблюдая общепринятые международные стандарты.

#### Майта ВертКрокер

1 августа 2004 г. Центральный банк России издал Постановление о регулировании невалютных счетов нерезидентов, что существенно повлияло на инвестиционные настроения клиентов. Постановление, как и многие другие регулятивные акты, появилось совершенно неожиданно, без каких-либо разъяснений и предложенных процедурных решений. Тем, кто хочет работать на российском рынке, следует представлять, что им предстоит трудная задача мониторинга всех своих счетов и их разделов. В России надлежит действовать очень осторожно, потому что пока предложена только концепция нового закона о рынке ценных бумаг и непонятно, как будет рынок регулироваться в дальнейшем. ■



**Борис Черкасский**  
Советник Управления депозитарных операций  
Внешторгбанка

## ХРОНИКА НЕПРОШЕДШЕГО ВРЕМЕНИ\*

В связи с возобновлением выпуска «Депозитариума» автор анализирует содержание самого первого журнала, вышедшего в октябре 1997 г. Это был год активного противостояния Центробанку и ФКЦБ России, при этом множество событий произошло именно в депозитарной области. Многие из происшедшего в 1997 г. до сих пор определяют состояние российского рынка ценных бумаг. Бурные события 1997 г. нашли свое отражение на страницах журнала.

Наш фондовый рынок очень молод. Он моложе любого работающего на нем. Официальной даты начала существования российского фондового рынка нет. В 1996 г. при выпуске памятной медали за исходную точку было принято Постановление № 601 «Положение об акционерных обществах»<sup>1</sup>. Если согласиться с этой посылкой, то можно сказать, что российский фондовый рынок начался 25 декабря 1990 г. То есть в этом году мы «отпразднуем» его 15-летие. Конечно, эта дата весьма условна и годится не более чем для организации юбилейных торжеств, но все-таки 15 лет — это уже немало. Времена были бурные, многие

события наложились друг на друга, что-то начинает забываться. Ветеранам пора начинать вспоминать прошедшие дни, а то скоро мы все забудем, и молодежь начнет спрашивать: «Что не поделили ФКЦБ и Банк России и зачем нужны были депозитарии-попечители?» А если серьезно, то вспоминать старое не только интересно, но и полезно. Надо отчетливо осознавать, насколько далеко мы ушли от исходной точки и не ходим ли подчас по кругу, время от времени наступая на грабли, лежащие в том же самом месте.

Рынок ценных бумаг многолик, но в этой статье в основном коснемся депозитарной тематики, поскольку автор, будучи

ветераном фондового рынка, занимается депозитариями с 1991 г.

Лучше вспоминать давние события всего, листая страницы старых газет и журналов, и жизнь дает нам хороший повод для этого. В 2005 г. после долгого перерыва наконец-то возобновился выпуск журнала «Депозитариум». Давайте прочитаем старые журналы. Многие из попавшего на их страницы до сих пор актуально и интересно, особенно в сопоставлении с происходящим в настоящее время. Попробуем вспомнить прежние события и попытаемся понять, как наши сегодня проблемы выросли из того, еще не прошедшего до конца, времени.

\* По материала прошлых номеров журнала «Депозитариум».

<sup>1</sup> «Положение об акционерных обществах», утвержденное Постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г.



## ПЕРВЫЙ НОМЕР, ПЕРВАЯ СТРАНИЦА

Первый номер «Депозитариума» появился в октябре 1997 г. Кто не работал на фондовом рынке в 1996—1997 гг., тот многое потерял. Героическое, хотя и несколько бестолковое, было время. Итак, год 1997-й. Октябрь. Посмотрим «Депозитариум» № 1 (далее — Д1).

Сразу обращает на себя внимание не совсем обычный цвет бумаги. В № 1 «Депозитариума» номере она немного белесая с желтизной. Начиная со № 2, желтая бумага станет визитной карточкой «Депозитариума». Традиция эта продержится до мая 1999 г., и только № 6 (15) за 1999 г. вместо желтой бумаги в первый раз выйдет на белой. Не берусь судить, почему это произошло. То ли желтая бумага закончилась, то ли посчитали, что белая обойдется дешевле, то ли решили, избежать упреков в желтизне, но больше журнал на желтой бумаге не выходил. На пользу «Депозитариуму» это не пошло. Последний бумажный выпуск был напечатан в феврале 2000 г. (№ 1 (20)), затем последовали еще два электронных номера, после чего журнал был закрыт и не выходил до 2005 г. Мы сейчас говорим о 1997 г., поэтому не время обсуждать причины этого печального события. Одно могу сказать: мне кажется, что прекращение выпуска журнала стало ошибкой руководства НДЦ, и этой ошибкой был нанесен немалый урон репутации депозитария. Журнал читали и в России, и в соседних странах. В нем печатались интересные, хотя и не всегда бесспорные материалы. Его выпуск придавал НДЦ черты «методического центра» депозитарной деятельности в России.

Первая страница Д1, как и весь журнал, скромна по дизайну. Издание не претендует на профессиональное оформление и скорее напоминает любительский бюллетень. Однако содержание самой первой страницы привлекает внимание: на ней напечатано оглавление номера, обращение главного редактора<sup>2</sup> и небольшой блок новостей. В последующих номерах на месте обращения главного редактора обычно был какой-то ударный редакционный материал. Сделана страница хорошо — обложка информативна. Журнал вызывает интерес. Еще не открыв его, видишь содержание, любопытные новости и какую-то изюминку. Мини-

мальными средствами достигается неплохой эффект. Все четыре новости весьма любопытны, но обсуждение их потребовало бы от нас слишком много времени и места, так что с сожалением пропустим их. Но вот на что нельзя не обратить внимания, так это на самый верх обложки Д1. Оказывается, «Депозитариум» — совместный проект НДЦ и ДКК, обе эти организации обозначены на первой странице. Да и в обращении главного редактора упоминается, что «Депозитариум» будут совместно выпускать НДЦ и ДКК. Этот альянс просуществовал в течение четырех номеров. Д5 в марте 1998 г. уже был выпущен НДЦ с ММВБ и без ДКК. Факт совместного, пусть кратковременного, выпуска журнала двумя расчетными депозитариумами интересен и поучителен. Мы обсудим его позже, а сейчас отметим, что бюллетень был заявлен как ежемесячный, и до Д4, это обещание соблюдалось. Однако уже Д5 вышел в марте, а всего в 1998 г. появилось 6 номеров, что, конечно, совсем немало с учетом дефолта и других катаклизмов 1998 г., но далеко не «ежемесячно». В более спокойном 1999 г. формально вышло 10 номеров<sup>3</sup>, а в 2000 г. выпуск журнала прекратился. Так что реально «ежемесячности» не получилось. Возобновленному «Депозитариуму» хочется пожелать не повторить эту ошибку. Нет сомнений, что ежемесячный режим — это тяжелый труд, однако в выпуске журнала, как и в некоторых других делах, важна регулярность.

## СУДЬБОНОСНЫЙ ПРОТОКОЛ

Открыв журнал, сразу попадаешь в кипящие страсти того времени. Как сказано выше, времена были героические, не то, что сегодня, и нештучные конфликты на фондовом рынке мало кого оставляли равнодушными. Автор тоже в меру сил и возможностей участвовал в активных «боевых» действиях, и кое-какие воспоминания<sup>4</sup> свежи до сих пор. Время сглаживает страсти, и теперь уже можно глядеть на прошедшие баталии отстраненно и с некоторой долей иронии, но принадлежность к лагерю Банка России не может не накладывать отпечаток на восприятие ситуации. Так что заранее прошу прощения у тогдашних сторонников ФКЦБ, если мои комментарии покажутся им предвзятыми. Как известно, объективной истины не существует.

На самой первой странице журнала находится «Протокол согласования разногласий по вопросам регулирования рынка ценных бумаг от 29 мая 1997 г.», подписанный председателем ФКЦБ Д. В. Васильевым, заместителем министра финансов О. В. Вьюгиным и первым заместителем председателя Банка России С. В. Алексашенко. Более того, протокол утвержден первым заместителем председателя Правительства РФ А. Б. Чубайсом! Для того чтобы осознать значение этого документа, нужно вспомнить ситуацию, сложившуюся к весне 1997 г.

Противостояние между Банком России и ФКЦБ в тот момент, кажется, достигло своего апогея. В депозитарной области осенью 1996 г. ФКЦБ приняла знаменитое Постановление № 20<sup>5</sup>, с депозитариями-хранителями, депозитариями-попечителями и прочими неслыханными «ужасами». У абсолютного большинства участников рынка оно вызвало резкое отторжение и породило волну упреков в адрес ФКЦБ. Разумеется, Банк России не мог остаться в стороне и возглавил движение «диссидентов», тем более что в июле 1996 г. в Банке был принят свой документ по депозитарному учету — Инструкция № 44<sup>6</sup>, а в апреле 1997 г. она вступила в силу. Эти документы в области регулирования напрямую не пересекались, но, по существу, они были антагонистичны.

Здесь не место для подробного анализа Постановления № 20. Как свидетельство времени оно, безусловно, представляет интерес и должно быть внимательно рассмотрено. Но этот вопрос требует места и внимания. А пока выскажу кратко свою точку зрения на это постановление. Документ был написан крайне небрежно и непоследовательно, содержал целый ряд нестыковок с действующими нормативными актами и «букет» внутренних противоречий. Описываемая в нем депозитарная система была далека от классических западных образцов, при том что к 1997 г. уровень образования участников рынка в этой области был достаточным для понимания этого. Внедрение описанной модели принесло бы немало вреда фондовому рынку. Все это так, тем не менее не объясняет до конца того неприятия, которое вызвало это постановление. Мало ли за прошедшие годы было издано вредных документов, мешавших развитию рынка. Почему же

<sup>2</sup> Главным редактором «Депозитариума» вплоть до приостановки его выпуска неизменно был Ю. Щегольков.

<sup>3</sup> Фактически 9, поскольку один выпуск имел двоякий номер.

<sup>4</sup> Например, о визите в составе «ударной группы ЦБ» к руководству ФКЦБ России для обсуждения первой редакции Постановления № 36.

<sup>5</sup> Постановление ФКЦБ России от 2 октября 1996 г. № 20 «Об утверждении Временного положения о депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации и порядке ее лицензирования».

<sup>6</sup> Инструкция Банка России от 25 июля 1996 г. № 44 «Правила ведения учета депозитарных операций кредитных организаций в Российской Федерации».



именно Постановление № 20 подверглось столь жесткой критике? Да, у оппозиции был сильный лидер — Банк России. Но дело, мне кажется заключается, не только в этом. Постановление № 20 существенно влияло на сложившийся к тому времени депозитарный бизнес. Созданное ранее должно было быть разрушено в угоду интересам группы людей, посчитавшим возможным полностью проигнорировать все, что было сделано до них. И это не понравилось никому, кроме бенефициаров. Так что к весне 1997 г. после полугодия конфликтов, даже в ФКЦБ поняли, что «перегнули палку» и что так нельзя. Так действительно нельзя. Даже если закон или любой другой нормативный документ пишут с самыми лучшими намерениями, авторы его обязаны учитывать сложившиеся реалии и следовать принципу «не навреди». Хотелось бы, чтобы этот урок был хорошо усвоен. Сегодня это не менее актуально, чем в 1997 г.

Вред от Постановления № 20 не исчерпывался тем, что в течение почти года участники рынка вместо нормальной работы вынуждены были как-то к нему приспосабливаться, а также много времени уделять организации сопротивления. Это постановление не только предъявляло требования к одному депозитарию, но и описывало конструкцию учетной системы фондового рынка в целом. Предложенная модель оказалась неприемлемой и была отвергнута. Но, к сожалению, с водой был выплеснут и ребенок. Новое Постановление (№ 36) регламентировало только работу отдельного депозитария. Связи между депозитариями затрагивались вскользь. То есть отторжение неправильной конструкции оказалось настолько сильным, что участники процесса решили оставить все как есть и подождать с описанием архитектуры учетной системы, пока не улягутся страсти и не будет достигнуто общее понимание необходимости структурной регламентации. К сожалению, этого не случилось до сих пор, и немалая вина за то, что у нас до сих пор нет Центрального депозитария, лежит на Постановлении № 20, которое породило столь сильную «аллергию» на «наведение порядка».

Фронт противостояния между Центробанком и ФКЦБ был весьма широк и отнюдь не исчерпывался депозитарной деятельностью. Многие теперь не столь ак-

туально, поэтому вспомним еще всего одну «горячую точку». Но зато какую! Лицензирование! Дело в том, что до принятия закона «О рынке ценных бумаг» единого регулятора у рынка не было. До появления Комиссии по ценным бумагам эти функции выполняли Минфин, Банк России (для кредитных организаций<sup>7</sup>) и Госкомимущество в приватизационном сегменте. В конце 1994 г. Указом Президента РФ от 4 ноября 1994 г. № 2063 была создана Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ<sup>8</sup>, фактически унаследовавшая кадры и традиции Госкомимущества<sup>9</sup>. Затем функции главного регулятора были закреплены законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» за Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), ставшей наследницей прежней комиссии. Однако был сегмент рынка, на который власть ФКЦБ фактически не распространялась, — это рынок ГКО/ОФЗ, созданный и управляемый Банком России в интересах Минфина. В 1997 г. объемы этого рынка достигли фантастических для России размеров, и государство в полной мере оценило его значимость, особенно в период выборов 1996 г. Конечно, именно тогда под рынок была заложена серьезная бомба в виде чрезмерного долга, но до дефолта оставалось еще больше года, а эффективность и технологичность организации рынка ГКО/ОФЗ делали этот сегмент уникальным, совсем не похожим на другие сектора, которые только начинали развиваться и находились еще во вполне первобытном состоянии. Поэтому даже ФКЦБ все-таки не предъявляла свои права на этот рынок<sup>10</sup>.

Закон «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон) обуславливал осуществление профессиональной деятельности получением соответствующей лицензии. Лицензирующим органом по Закону являлась ФКЦБ. Правда, она могла выдать генеральную лицензию другому лицензирующему органу, но могла этого и не делать. При подготовке закона, видимо, были достигнуты договоренности, что генеральная лицензия на лицензирование кредитных организаций будет выдана Банку России. Но обещать — не значит жениться, и к весне 1997 г. Банк России так и не получил генеральной лицензии.

К тому же ФКЦБ постоянно пыталась вытеснить нелюбимые и неподконтрольные ей банки с фондового рынка, мотивируя это «американской моделью», цитируемой в избранных фрагментах. Обстановка была крайне нервной. По Закону кредитные организации имели право продолжать свою деятельность на фондовом рынке по старым правилам (то есть на основании банковской лицензии) в течение года с выхода Закона, т. е. до 22 апреля 1997 г. Время заканчивалось, и деятельность банков на фондовом рынке вот-вот могла стать нелегитимной. Правда, ФКЦБ в соответствии с Законом имела право продлить срок работы банков без лицензии еще на год, и под давлением рынка она продлила его до 1 октября 1997 г. Но острота ситуации этим не была снята. Другой стороной тактики ФКЦБ были попытки разделить российский рынок на два фрагмента: рынок госбумаг и рынок корпоративных бумаг. ФКЦБ была готова пока пожертвовать<sup>11</sup> рынком госбумаг для того, чтобы взамен получить полный контроль над остальным рынком, в том числе и над деятельностью банков на нем. В полной мере разделение секторов не произошло, однако в какой-то степени границы сохранились до сих пор, что, на мой взгляд, не идет на пользу рынку.

Урегулирование сложившейся ситуации происходило на самом высоком уровне, и подписанный протокол в значительной степени снял напряжение тех дней. ФКЦБ пришлось в значительной мере признать свои ошибки.

Так в п. 1 Протокола утверждалось, что лицензия профучастника одна для всех сегментов рынка. Это блокировало дальнейшие попытки фрагментации

В п. 4 было указано, что лицензирование и контроль профессиональной деятельности кредитных организаций на рынке ценных бумаг будет осуществлять Банк России, а ФКЦБ предписывалось в двухнедельный срок выдать Банку России генеральную лицензию на право лицензирования кредитных организаций. В п. 6 ФКЦБ было указано продлить до 1 января 1998 г. право работы банков на рынке ценных бумаг на основании банковских лицензий. Все это было выполнено, хотя и с некоторым опозданием, и, проведя осенью 1997 г. кампанию по лицензированию, Банк России обеспечил банкам

<sup>7</sup> На рынке ценных бумаг банки работали на основании банковской лицензии.

<sup>8</sup> Взамен работавшей «на общественных началах» Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ, созданной Распоряжением Президента РФ 9 марта 1993 г. № 163-РП.

<sup>9</sup> Достаточно напомнить, что первым председателем этой комиссии в декабре 1994 г. стал А. Б. Чубайс, которого сменил Д. В. Васильев.

<sup>10</sup> Даже закон, регулирующий эмиссию и обращения государственных бумаг, был другим: от 27 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

<sup>11</sup> Шансов «подмять» его на тот момент все равно не было.



право продолжить работу на фондовом рынке. Искусственно созданная проблема была успешно решена

Что касается Постановления № 20, то в Протоколе ему был подписан «смертный приговор». В п. 10 стороны соглашались создать рабочую группу для выработки «концептуальных принципов депозитарной деятельности», согласовать и утвердить эту концепцию до 1 июля 1997 г., а затем до 1 октября 1997 г. подготовить и принять новое положение о депозитарной деятельности. Судьба депозитариев-хранителей и депозитариев-попечителей была решена. Самое удивительное, что этот пункт был полностью выполнен и почти в срок. К 1 июля был подготовлен, а 9 июля утвержден вполне разумный «Доклад о концептуальных подходах к месту и роли депозитарной деятельности на современном рынке ценных бумаг».

16 октября 1997 г. Постановлением ФКЦБ № 36 утверждено «Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации», написанное в основном в соответствии с принципами этого доклада. Постановление № 36 заменило Постановление № 20, и депозитарии вздохнули спокойно. Постановление № 36 оказалось в основном нормальным и весьма «живучим» — оно действует до сих пор. Текст доклада опубликован в Д1, а Постановление № 36 — в следующем номере. Каждый из этих документов заслуживает отдельного внимания. Автору довелось принять участие в подготовке доклада и в написании Постановления № 36. Интересное было время!

Итак, следует признать, что Протокол пусть временно, но «успокоил» фондовый рынок. Его содержание можно трактовать как поражение ФКЦБ. А если вспомнить последовавший незадолго до Протокола запрет на обращение лоббируемых ФКЦБ «бездокументарных векселей», то масштаб неудач следует признать серьезным. Однако ФКЦБ не смирилась со своим «поражением» и впоследствии многое сумела отыграть назад. Но это уже совсем другая история.

Конфликт ФКЦБ и Банка России, то затихая, то опять обостряясь, продолжался много лет. Видимо, дело было в названии организации, потому что, когда в 2004 г. ФКЦБ стала называться ФСФР, острота противостояния резко пошла на убыль. Нет нужды говорить, что рынку это идет на пользу.

### НДЦ + ДКК = ЛЮБОВЬ?

Дальше не менее интересно. На третьей странице, мы видим «Соглашение о намерениях» между НДЦ и ДКК, подпи-

санное 9 июня 1997 г. Как отмечено в преамбуле, целью этого Соглашения является «реализация программы неотложных действий, направленных на создание единой системы депозитарного обслуживания рынка ценных бумаг». Золотые слова! Да и в самом Соглашении сформулировано много здравых намерений и предложений. Но, видимо, что-то «не срослось», и все эти чрезвычайно полезные мысли так и остались на бумаге. А жаль! Если бы все это было реализовано в 1997 г., не мучились бы мы сегодня проблемами сотрудничества и слияния НДЦ и ДКК, а давно имели бы нормальный Центральный депозитарий.

Внизу на той же странице приведены выдержки из статьи в «Коммерсанте», в которой Соглашение трактуется как очередной ход Центробанка в борьбе с ФКЦБ. Санкционируя дружбу подконтрольного Центральному банку НДЦ и принадлежащего участникам рынка ДКК, Банк России «дает понять, что намерен впредь прислушиваться к мнению участников фондового рынка». Ну очень тонкая интерпретация.

Соглашение было подписано директором НДЦ Г. Стародубцевой и президентом ДКК М. Лебяжским. Стороны объявили это соглашение «открытым для присоединения к нему всех сторон, заинтересованных в создании единой инфраструктурной системы депозитарного обслуживания», т. е. практически для всего прогрессивного человечества. И желающие присоединиться нашлись достаточно быстро. В июле к соглашению присоединилась РТС (протокол присоединения подписал президент РТС Д. Пономарев), а в августе с интервалом в 10 дней — СПВБ (протокол подписал управляющий М. Осеевский и, наконец, ММВБ (генеральный директор А. Захарова). То есть можно сказать, что практически все прогрессивное человечество, кроме явных сторонников ФКЦБ, оказалось в сборе. Остается только гадать, почему все это так и не сработало, и даже «Объединенный экспертный совет по торговле и расчетам на фондовом рынке», проект положения о котором приведен в журнале, ни разу не собрался.

НДЦ и ДКК планировали разработать, согласовать и использовать единые стандарты депозитарного обслуживания, создать программу поддержки региональных депозитарных организаций, перейти к использованию единой технической базы для дублирования информации, принять совместные меры к снижению рисков, проводить согласованную политику по отношению к международным расчетно-клиринговым организациям, совместно разработать и подготовить для регуляторов концепцию

по созданию единой системы депозитарного обслуживания, расчетов и клиринга по ценным бумагам. И все это до конца 1997 г.! В общем, еще шаг, другой, и вот вам Центральный депозитарий. Читаешь и плачешь от умиления! Абсолютно верные слова. Так бы и расписался под каждым абзацем. Может, не надо придумывать ничего нового? А просто заново подписать этот протокол НДЦ и ДКК. И чтобы все те же участники к нему опять присоединились.

В 1997 г. не удалось выполнить задуманное. Почему не получилось, как следует, договориться — это тема для отдельного разговора с участием активных игроков тех дней. Было бы интересно в этом разобраться, чтобы не повторять прошлые ошибки. А пока мы имеем то, что имеем. Любовь между НДЦ и ДКК, как это бывает в жизни, не сложилась.

Отметим еще один интересный момент Соглашения (п. 8): НДЦ и ДКК решили совместно издавать специализированный бюллетень «Депозитариум», т. е. первоначально НДЦ и ДКК собирались сотрудничать в издании журнала. Весьма похвальные и разумные намерения. Остается только пожалеть, что они должным образом не осуществились, и, начиная с № 5 «Депозитариума» ДКК перестала участвовать в выпуске журнала.

В настоящий момент возобновленный «Депозитариум» выпускает НДЦ, а ДКК и ПАРТАД издают свои «инфраструктурные блоки» тоже с помощью журнала «Рынок ценных бумаг», но каждая организация по отдельности. Странно это и, по-моему, смешно. Не так уж нас много, чтобы выпускать 3 «независимых депозитарных журнала». Не лучше ли объединить усилия на общей платформе? Если о совместном издании журнала мы не можем договориться, то как же договариваться об объединении НДЦ и ДКК и создании на их базе Центрального депозитария?! Наверное, я что-то не понимаю... А может быть, лучше ничего не делать и подождать, пока сюда придет «Клирстрим»? Хорошая организация и депозитарную деятельность ведет исправно.

### ИМПЕРИЯ НАНОСИТ ОТВЕТНЫЙ УДАР

Было бы наивным считать, что ФКЦБ смирился со своим поражением. Такое мог вообразить только неисправимый идеалист. Сильные ответные удары были нанесены. Их последствия мы ощущаем на себе до сих пор.

Самыми серьезными достижениями ФКЦБ в ответ на подписание Протокола



следует признать принятие Указа об организации рынка акций Газпрома<sup>12</sup> и Указа о Центральном депозитарии<sup>13</sup>.

Газпромская тематика не нашла отражения на страницах Д1, поэтому затронем ее коротко, хотя тема заслуживает гораздо более подробного рассмотрения. В Указе и Постановлении были приведены многочисленные особенности обращения акций Газпрома, что делало их абсолютно непохожими на остальные российские ценные бумаги. В частности, были определены 4 биржи, на которых могли совершаться сделки с акциями Газпрома, причем ни одну из этих бирж при самом благожелательном отношении нельзя было отнести к лидерам российского рынка. Естественно, одной из этих бирж стала Московская фондовая биржа, руководимая людьми, «идейно» близкими к руководству ФКЦБ. Помимо этого, хранить и учитывать акции Газпрома участникам рынка следовало в «депозитарно-расчетном союзе и депозитариях — членах этого союза»<sup>14</sup>. Разумеется, «Депозитарно-расчетный союз» контролировался той же группой участников рынка, что и МФБ. Данные Указ и Постановление действуют до сих пор и являются, хотя и не главным, но одним из препятствий в либерализации рынка Газпрома.

Вообще с торговлей акциями Газпрома за прошедшие годы связано много любопытных сюжетов. Эта эпопея еще ждет своего летописца. За прошедшие годы рынок нашел способы смягчения принятых решений по газпромским акциям, но все равно до стандартной схемы обращения пока еще далеко. Не так сложно (если есть административные возможности) создать оригинальную схему обращения какой-то ценной бумаги. Гораздо труднее потом от этого избавиться.

Победа ФКЦБ была очевидна. Пролоббировав Указ, Комиссия в очередной раз продемонстрировала свои возможности взаимодействовать с тогдашним руководством Главного правового управления (ГПУ) Администрации Президента РФ, оформила свои особые отношения с Газпромом, вывела одну из наиболее интересных российских ценных бумаг из стандартных систем обращения и сделала попытку «раскрутить» близкие к себе инфраструктурные организации — МФБ и ДРС. К сожалению, дальнейшую судьбу

этих организаций трудно считать успешной. После нескольких лет относительного благополучия, связанного с обслуживанием акций Газпрома, сегодня их положение вызывает большие опасения. Поэтому нельзя сказать, что победа ФКЦБ стала победой всего рынка. Скорее, наоборот.

В газпромском Указе была сделана «интересная заготовка». В тексте упоминался не существовавший в тот момент «Центральный фонд хранения и обработки информации фондового рынка» и ФКЦБ предписывалось в месячный срок создать его в форме некоммерческой организации. Вокруг этого «фонда» и разгорелась нешуточная борьба.

ГПУ<sup>15</sup> подготовило проект Указа «Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации», а Банк России «с участниками рынка» подготовили альтернативный вариант — указа под названием «Об обеспечении прав на ценные бумаги и мерах по развитию депозитарной системы». Оба проекта опубликованы в Д1. Не будем тратить время на их сравнение, каждый, кто захочет, сможет посмотреть на них сам и сделать соответствующие выводы. Ограничусь лишь кратким замечанием, что уровни понимания того, что такое депозитарная система и ее основные функции, в этих документах несопоставимы.

Если бы был принят проект Центробанка, то сегодня мы имели бы нормальную депозитарную систему. К сожалению, нередко главным является не качество документа, а близость написавшего к властным структурам. Тесный контакт ФКЦБ и тогдашнего руководства ГПУ Администрации Президента РФ в то время отмечали многие участники рынка, и результат не замедлил сказаться. В Д1 публикуется текст Указа Президента РФ «Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации» от 16 сентября 1997 г. № 1034, который очень похож на проект ГПУ и не имеет ничего общего с проектом Центробанка. В Указе декларировалось создание ГУП «Центральный депозитарий — Центральный фонд хранения и обработки информации фондового рынка» (далее — ЦД). Нет нужды говорить, что функции этой организации не имели ничего общего с функциями

нормального Центрального депозитария. Указ стал еще одной большой победой ФКЦБ. Ее плоды мы пожинаем до сих пор.

Через год было принято Постановление Правительства РФ от 10 июля 1998 г. № 741 «О мерах по созданию национальной депозитарной системы» образован ЦД и назначен его руководитель. Правда, фактически работать ЦД так и не начал. Причин, видимо, было много, но, наверное, одна из них заключалась в том, что в описанном варианте эта организация не имела никакого смысла и была вредна рынку. Тем не менее формально ЦД, кажется, существует до сих пор. Указ № 1034 и Постановление № 741 не отменены, и каждый раз, когда речь заходит о Центральном депозитарии, сразу начинаются вопросы, особенно у тех, кто не имеет прямого отношения к этой тематике: «Это то, что уже есть или что-то другое? А что делать с этим? Отменить указ?! Нет, это очень сложно!!»

Так и живем без нормальной депозитарной системы. Остается надеяться, что недавно «лед тронулся» и подготовленный грамотный проект концепции закона «О Центральном депозитарии» поможет разорвать этот замкнутый круг.

## НДЦ и ДКК — КАК МОЛОДЫ МЫ БЫЛИ!

Любовь и дружба между НДЦ и ДКК, видимо, в тот момент находились в апогее, поэтому номер содержал много материалов о данных организациях: это Устав некоммерческого партнерства «Национальный Депозитарный Центр» (учредители Банк России и ММВБ), Устав (новая редакция) Закрытого акционерного общества «Депозитарно-клиринговая компания» и перечень его 29 акционеров. Материалы скучноватые и не очень подходят для журнальной публикации, но, видимо, должны были свидетельствовать о неотвратимом процессе дальнейшего сотрудничества этих организаций. Впрочем, сейчас, даже уставы читать интересно. Возьмем, например, список подписей акционеров ДКК. Большинство из них существуют до сих пор, но некоторые имена заставляют вспомнить о прошлом. Например, АОЗТ «Грант», АОЗТ «Кассовый союз», ТОО «Чейз Манхеттен Банк Интер-

<sup>12</sup> Указ Президента РФ от 28 мая 1997 г. № 529 «О порядке обращения акций Российского акционерного общества «Газпром» на период закрепления в федеральной собственности акций Российского акционерного общества «Газпром» и связанное с ним Постановление Правительства РФ «О мерах по выполнению Указа Президента Российской Федерации от 28 мая 1997 г. № 529 ...».

<sup>13</sup> Указ Президента РФ от 16 сентября 1997 г. № 1034 «Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации».

<sup>14</sup> По-видимому, из-за технической небрежности в тексте Постановления было написано «депозитарно-расчетный союз» со строчной буквы, что породило надежды участников обойти это препятствие, создав свои депозитарно-расчетные союзы. Но не тут-то было. В интерпретации регулятора необходимо было вступить именно в ДРС — «Депозитарно-расчетный союз» с прописной буквы.

<sup>15</sup> По мнению участников рынка, совместно с ФКЦБ.



нешнл», АОТ «ОНЭКСИМбанк», АОТ «ИК «Ринако плюс»», ООО «Межбанковский кредитный союз», ПАУФОР.

В журнале достаточно подробно описана деятельность ДКК и приведена краткая история ее создания начиная с октября 1993 г. Напечатан список депонентов ДКК, состоящий на тот момент из 117 организаций.

Дальше мы напечатан краткий очерк истории создания НДЦ, которому на тот момент не было и года. НДЦ был учрежден Центробанком и ММВБ 21 января 1997 г. и в октябре 1997 г. еще не приступил к ведению операционной работы. Отчитываться НДЦ было не в чем, поэтому в журнале приведен отчет об итогах деятельности Управления депозитарных операций ММВБ, на базе которого создавался НДЦ.

Как молоды были обе эти организации: и ДКК, и НДЦ! Последний вообще еще «сам не умел ходить», а ДКК, хоть и должна была вскоре отметить свое 4-летие, но депозитарием, в сущности, начала становится не так давно, будучи до этого по большому счету агентом по перерегистрации в реестрах. Все еще было таким мягким, не закостеневшим. Объединять эти организации тогда было бы намного легче, чем сегодня.

### **«А ПОТОМ УЖ ПРО МЕНЯ В ЧАСТИ “РАЗНОЕ”», ИЛИ СВОБОДНАЯ ПРЕССА КАК ЗЕРКАЛО ИСТОРИИ**

Последние несколько страниц Д1 занимает рубрика «Пресса о депозитариях». Времена были бурные, и заметки несут на себе следы этих бурь. Представлено интервью зампреда Центробанка А. Козлова про разногласия между Центробанком и ФКЦБ, в котором, помимо прочего, речь идет об еще одном поражении ФКЦБ — запрет на обращение «бездокументарных векселей». В данном случае описывается начало торгов акциями на ММВБ, при этом ММВБ характеризуется как «РТС для банков». Далее размещено пространное интервью заместителя председателя бюджетного комитета Думы А. Головкина. Опять про войну Центробанка и ФКЦБ. Большое интервью зампредов Центробанка С. Алексашенко и А. Козлова — все про то же — подробно излагается и обосновывается позиция Центробанка. В нескольких местах упоминается депозитарий ОНЭКСИМбанка, который на тот момент был расчетным депозитарием ММВБ по операциям

с акциями и справедливо считался одним из лучших банковских депозитариев. Затем размещены несколько острых материалов, относящихся к президентскому Указу о Центральном депозитариате — Центральный фонд хранения информации и ситуации вокруг этого Указа. Чуть дальше бросается в глаза фотография В. Сахарова, активно поддерживавшего ФКЦБ и являвшегося одним из основных ее интеллектуальных ресурсов в депозитарной и биржевой области.

Там же опубликовано его интервью о Московской фондовой бирже (МФБ), главным конкурентами которой по его словам является ММВБ, а «с РТС можно договориться». Затем следует статья, в которой рассказывается об альянсе МФБ, ДРС (Депозитарно-расчетный союз) и Газпромбанка с целью организации рынка акций Газпрома и сопоставляются силы этой, поддерживаемой ФКЦБ, группировки с центробанковским союзом НДЦ—ДКК—РТС—СПВБ—ММВБ. По подбору материалов видно, что «Депозитариум» находится на стороне Центробанка, хотя делаются попытки соблюсти «объективность». В общем страсти кипят нешуточные. Прочитав эту подборку, можно, учитывая журналистскую поверхностность и далеко не всегда полную объективность, составить более или менее адекватное представление о происшедших событиях. Что и говорить: свободная пресса — зеркало истории!

И даже единственное рекламное объявление вызывает ностальгию. Это приглашение «Института коммерческой инженерии»<sup>16</sup> принять участие в 10-й рабочей встрече по вопросам развития инфраструктуры рынка ценных бумаг, проводимой А. Левенчуком. У кого из ветеранов фондового рынка не дрогнет сердце при воспоминаниях о встречах в «Юности» и о царившей на них обстановке? Кто может забыть многочасовые либертарианские речи А. Левенчука, остановить которого было невозможно? Романтическое было время!

Так что не знаю, кому как, а автору было интересно заново пролистать Д1. Журнал был сделан хорошо и давал неплохое представление о происходящем в депозитарной области. Если читателям нового «Депозитариума» тема покажется интересной, то можно будет полистать следующие номера журнала.

А участникам событий лет на рынке ценных бумаг, по-моему, стоит поделиться своими воспоминаниями и оценками. Кто

забывает прошлое, обречен на повторение ошибок в будущем. ■

<sup>16</sup> В орфографии оригинала.



## НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР

*The National Depository Center*

НЕКОММЕРЧЕСКОЕ ПАРТНЕРСТВО  
«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР»  
(НДЦ) –

■ расчетный депозитарий крупнейших российских бирж: ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ), ЗАО «Фондовая Биржа ММВБ» (ФБ ММВБ), ЗАО «Санкт-Петербургская валютная биржа» (СПВБ), ЗАО «Сибирская межбанковская валютная биржа» (СМВБ);

■ головной депозитарий, обеспечивающий хранение глобальных сертификатов и депозитарный учет 100% выпусков ГКО и ОФЗ, более 99% выпусков корпоративных облигаций, более 90% выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций;

■ представитель и член Международной Ассоциации Национальных Нумерующих Агентств (ANNA) по присвоению ценным бумагам международных кодов ISIN (International Securities Identification Number).

НДЦ является центральным звеном в расчетной инфраструктуре российского фондового рынка. В качестве расчетного депозитария НДЦ обслуживает все виды эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов. Суммарная стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо депонентов, превышает 1,3 триллиона рублей.

Регулярное раскрытие информации о финансовых результатах деятельности, взаимодействие с агентством Thomas Murray,

Association of Global Custodians и другими организациями обеспечивают высокий уровень информационной открытости НДЦ.

Сотрудничество с ММВБ и Банком России, применение высокотехнологичного программного обеспечения, проведение расчетов на условиях «поставки против платежа» по итогам как биржевых, так и внебиржевых сделок, страхование рисков депозитарной и клиринговой деятельности делают НДЦ самым надежным расчетным депозитарием России.

---

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ  
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

# депозитариум