(31) 2005

№ 9

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум

АЦДЕ КАК ИНСТРУМЕНТ МЕЖГОСУДАРСТВЕННОГО СОТРУДНИЧЕСТВА стр 3

МЕЖДЕПОЗИТАРНЫЕ КОРРЕСПОНДЕНТСКИЕ ОТНОШЕНИЯ КАК ПЛАТФОРМА ДЛЯ ИНТЕГРАЦИИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ СТРАН СНГ стр 4

О ПОДГОТОВКЕ ДОКЛАДА «КОРРЕСПОНДЕНТСКИЕ СЧЕТА ДЕПО НЕРЕЗИДЕНТОВ В ДЕПОЗИТАРИЯХ АЦДЕ» стр 21

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

СОДЕРЖАНИЕ

3	**ПРИВЕТСТВИЕ** АЦДЕ как инструмент межгосударственного сотрудничества	Первый заместитель Председателя Банка России, Председатель Совета директоров НДЦ **Андрей Козлов**
4	**МЕЖДЕПОЗИТАРНОЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ** Междепозитарные корреспондентские отношения как платформа для интеграции фондовых рынков стран СНГ	начальник управления корреспондентской сети и корпоративных отношений, Депозитарий АКБ «РОСБАНК», канд. экон. наук **Михаил Братанов** заместитель начальника управления корреспондентской сети и корпоративных отношений, начальник отдела связей с депозитариями, Депозитарий АКБ «РОСБАНК» **Наталья Абретова**
10	**АЦДЕ: ОБЗОР РЫНКА** Расчетно-учетная инфраструктура казахстанского рынка ценных бумаг	вице-президент АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» Республики Казахстан, канд. экон. наук **Жарас Байдельдинов**
12	Фондовый рынок Республики Азербайджан	начальник отдела Национального депозитарного центра Республики Азербайджан **Илгар Мурадов**
15	**АЦДЕ: ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ** Опыт создания центрального депозитария Беларуси	директор республиканского унитарного предприятия «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» Республики Беларусь **Валентина Тимошенко**
17	**АЦДЕ: ПОЗИЦИЯ** Украина и Россия: перспективы развития инфраструктуры фондового рынка	глава Государственного агентства Украины по инвестициям и инновациям, председатель Национального депозитария Украины **Виктор Ивченко**
19	**АЦДЕ: ПОРТРЕТ УЧАСТНИКА** Депозитарная система в Украине	председатель правления депозитария «Межрегиональный фондовый союз», Украина **Николай Швецов**
21	**АЦДЕ: РАБОЧАЯ ГРУППА** О подготовке доклада «Корреспондентские счета депо нерезидентов в депозитариях АЦДЕ»	руководитель рабочей группы «корреспондентские отношения» Ассоциации центральных депозитариев Евразии **Борис Черкасский**

От редакции

Уважаемые читатели! Вы держите в руках специальный выпуск, посвященный II Международной конференции Ассоциации центральных депозитариев Евразии, которая пройдет в Москве в начале октября. Мы постарались дать обзор рынков стран – участниц АЦДЕ. К сожалению, объемы журнала не позволяют представить все рынки, но никто не будет обижен. В следующих номерах журнала мы будем публиковать материалы из стран-участниц АЦДЕ в специальной рубрике.

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

Депозитариум
№ 9 (31) 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 типографии
ООО «Стратим-ПКП»
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»
18 (297) **сентябрь** 2005

Андрей Козлов
Первый заместитель Председателя Банка России,
Председатель Совета директоров НДЦ

АЦДЕ КАК ИНСТРУМЕНТ МЕЖГОСУДАРСТВЕННОГО СОТРУДНИЧЕСТВА

Ассоциацию центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ) можно рассматривать как инструмент межгосударственного сотрудничества. Вырабатывая общую политику в сфере обращения ценных бумаг, Ассоциация способствует координации процессов межгосударственного взаимодействия и внутригосударственного управления и регулирования.

Не все вопросы межгосударственного взаимодействия на финансовом рынке возможно решить внутри государства и даже на уровне двусторонних отношений. Некоторые проблемы возникают и могут быть сформулированы только из практики взаимодействия, и их решение возможно только на межгосударственном уровне. Например, в Российской Федерации это проблема признания профессионального статуса иностранного юридического лица, квалифицированного на своем национальном рынке. Следствием этой проблемы является отсутствие возможности установить взаимодействие с центральным депозитарием иностранного государства.

Другие проблемы междепозитарного взаимодействия кроются в различных ограничениях, установленных валютными законодательствами, различными требованиями из области регулирования профессиональной деятельности, требованиями корпоративного права. В результате даже формальное разрешение взаимодействовать сталкивается с рядом технических и технологических проблем. Такого рода разночтения на уровне законодательств не могут быть решены в рамках только двустороннего взаимодействия. Проблемы необходимо поднимать на межгосударственный уровень для того, чтобы выработать общие гармонизированные требования и воплотить их в нормативно-правовых актах.

Взаимопроникновение на рынки так или иначе осуществляется. У инвестора есть два способа работать на иностранных рынках. Первый — выйти на национальный рынок, выполнить все требования национального законодательства, быть идентифицированным как иностранный инвестор и приобретать, инвестировать в ценные бумаги, прописываясь при этом в национальной учетной системе. Второй способ — обратиться к рынку депозитарных расписок и, если на нем присутствуют интересующие бумаги, а это далеко не всегда так, инвестировать через этот механизм. Депозитарные расписки — это удобный и проверенный годами инструмент опосредованного инвестирования. При отсутствии альтернатив для инвестора, который работает на нескольких рынках и заинтересован в проникновении на те или иные рынки, механизм депозитарных расписок получил развитие и признание. Но в существенной части такое развитие обусловлено тем, что национальные рынки слишком медленно приспосабливаются к требованиям инвесторов.

Наше движение навстречу друг другу продиктовано не просто нашим желанием, а теми сигналами, которые мы получаем с рынка, и заинтересованностью инвесторов в работе на рынках других государств через национальную учетную систему. В этом желании инвесторов нет ничего странного, оно вызвано исторически и экономически обусловленной близостью финансовых (фондовых) рынков на постсоветском пространстве. В реальном секторе экономики связи, производственные и торговые, между нашими республиками очень сильны, и взаимопроникновение капиталов более чем естественно.

Несмотря на то что мы апеллируем к государствам, в рамках ассоциации мы решаем не политические, а сугубо экономические задачи. Мы собираемся под национальными флагами, но это торговые флаги. В рамках ассоциации мы стараемся способствовать межгосударственной торговле и межгосударственным инвестициям. ■

Михаил Братанов
начальник управления корреспондентской сети
и корпоративных отношений,
Депозитарий АКБ «РОСБАНК»,
канд. экон. наук

Наталья Абретова
заместитель начальника управления
корреспондентской сети и корпоративных отношений,
начальник отдела связей с депозитариями,
Депозитарий АКБ «РОСБАНК»

МЕЖДЕПОЗИТАРНЫЕ КОРРЕСПОНДЕНТСКИЕ ОТНОШЕНИЯ КАК ПЛАТФОРМА ДЛЯ ИНТЕГРАЦИИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ СТРАН СНГ

ТЕКУЩИЕ ИНТЕГРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ В СНГ

Как известно, в 2004 г. учреждена Ассоциация Центральных депозитариев Евразии, основными участниками которой стали Центральные депозитарии стран СНГ. И хотя Россия пока официально не имеет Центрального депозитария (ЦД), претенденты на эту роль известны, и вопрос создания ЦД, учитывая публичные комментарии Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), является, вероятно, вопросом времени. От России в Ассоциацию вошли два расчетных депозитария – НДЦ и ДКК, которые, в частности, претендуют на роль или участие в формировании ЦД России.

Профессиональные участники российского фондового рынка имели возможность ознакомиться с концепцией Закона о ЦД, принятой за основу ФСФР. По мнению некоторых участников рынка, к сожалению, не все из озвученных концептуальных условий создания ЦД России имеют однозначный характер. Некоторые концептуальные предложения вызывают сомнения с точки зрения удобства, целесообразности, однозначности принятия рисков инвесторами и т. п. Мнение профессиональных участников по спорным вопросам было высказано, однако последнее слово остается за ФСФР. По существу темы настоящей статьи следует отметить, что концепция Закона о ЦД России не запрещает российским депозитариям устанавливать корреспондентские отношения с иностранными депозитариями, что, безусловно, оставляет право выбора клиентам российских депозитариев.

Развитие рынков в странах СНГ идет разными темпами, что обусловлено, вероятно, как объективными, так и субъективными факторами. К **объективным** факторам можно отнести в первую очередь текущий уровень развития экономики страны, политическую стабильность и политическую позицию страны, открытость рынка, товарооборот с соседними странами, правовое поле. К **субъективным** факторам, вероятно, следует отнести наличие или отсутствие внутренних противоречий относительно концепции развития рынка, политическое лобби и др.

Интеграционные процессы имеют достаточно большое значение для развития экономики стран СНГ, поскольку способствуют снижению большого количества барьеров, препятствующих развитию их экономик. Интегрированные рынки поз-

воляют облегчить перетекание капитала, оперативно реагировать на изменение экономической конъюнктуры, способствуют ускорению товарооборота, стимулируют торговлю. Однако на пути серьезной интеграции всегда имеются определенные препятствия, которые необходимо преодолеть. В СНГ такими **препятствиями**, в первую очередь, являются:

1) валютные сложности, связанные с отсутствием свободного обращения на международном рынке и свободной конвертации валют стран СНГ (в результате чего большая часть сделок заключается либо на условиях расчета твердыми валютами, либо на условиях бартера и зачета), а также обоснованные требования и ограничения, связанные с денежными счетами;

2) таможенные барьеры, препятствующие развитию торговли и обращения товаров и, как следствие, ограничивающие рост капитализации компаний, рост потребностей в новых инструментах финансирования;

3) налоговые ограничения и барьеры, тормозящие наращивание торгового оборота между странами (в качестве примера можно привести вопросы возврата НДС, ограничений, связанных с налоговым статусом и др.);

4) законодательные ограничения и неясности в среде правового регулирования, в том числе на фондовых рынках (например, правовой запрет на работу нерезидентов — номинальных держателей на фондовом рынке России, Белоруссии, проблемы создания Центрального депозитария России);

5) информационный дефицит в отношении тенденций развития рынков стран;

6) неэффективная государственная поддержка реализации принятых на межправительственном уровне решений.

Вполне понятно, что даже при наличии данных ограничений интеграционные процессы будут развиваться, поскольку свободные деньги должны вкладываться, имеются стратегические интересы, а емкости местных рынков и спектр инструментов для инвестиций ограничены, и инвестор в первую очередь обращает внимание на соседние рынки. Сегодня у нас уже есть масса примеров взаимных прямых инвестиций в экономику стран—партнеров по СНГ. Однако все эти инвестиции в настоящее время в условиях недостаточной интеграции несут в себе значительные риски (особенно в контексте отдельных стран) и хеджируются индивидуально.

Что может сегодня служить побуждающими **импульсами к активизации взаимной интеграции?** Наверное, можно говорить о следующих аспектах:

1) Усиление контроля со стороны государств—партнеров по СНГ за принятыми ранее решениями;

2) завершение реформ, которые влияют на прозрачность и понятность инфраструктур рынков;

3) анализ проблем интеграции, увеличения товарооборота, торговли, инвестиций;

4) принятие новых законодательных и межправительственных документов, для ликвидации «дыр», которые существуют в действующих нормативных документах;

5) активное участие профессионального сообщества стран СНГ в лоббировании принятия нормативных актов, способствующих дальнейшей интеграции финансовых рынков, повышению их открытости (безусловно, с обеспечением необходимого контроля, но не в виде запретительных барьеров);

6) обмен накопленным опытом, информацией и результатами исследований;

7) создание постоянно действующего информационного поля, консолидирующего информацию о финансовых рынках стран—партнеров по СНГ.

Фондовый рынок, как зеркало экономики, отражает в себе все вышеуказанные противоречия и проблемы. Однако следует также помнить, что фондовый рынок является инструментом управления собственностью, ликвидностью, а также базой для свободных инвестиций, поэтому, безусловно, играет одну из решающих ролей в развитии экономик стран. В свою очередь инфраструктура фондового рынка является **гарантом надежности** инвестиций и в силу этого ключевым элементом, обеспечивающим развитие фондового рынка. Инвестиции не могут существовать без учетной инфраструктуры и правового поля, если речь идет о цивилизованном рынке. Таким образом, объединение и взаимная интеграция фондовых рынков должны начинаться с **интеграции инфраструктур** фондовых рынков.

В этом смысле междепозитарные международные отношения представляют собой **платформу**, на основе которой создается база для обеспечения технологической и правовой поддержки иностранных инвестиций. Безусловно, эта платформа не может существовать

СПРАВКА

Акционерный коммерческий банк «РОСБАНК» (открытое акционерное общество) является одним из крупнейших универсальных коммерческих банков России. Согласно официальным банковским рейтингам РОСБАНК стабильно занимает 5—6-ю позицию по размеру активов и капиталу. Депозитарий РОСБАНКа является структурным подразделением РОСБАНКа в форме департамента.

Депозитарий РОСБАНКа является крупнейшим банковским кастодиальным депозитарием России (согласно рейтингу надежности отнесен к самому высокому классу надежности — ААА), который в настоящий момент обслуживает более 1800 клиентов и осуществляет хранение ценных бумаг клиентов стоимостью свыше 8,2 млрд долл. США. Депозитарий РОСБАНКа является одним из старейших и наиболее известных депозитарных брэндов, который ведет свою историю с 1996 г.

Депозитарий РОСБАНКа, являясь банковским депозитарием, позиционируется на рынке в сегменте кастодиальных депозитариев, предлагая своим клиентам как стандартные депозитарные услуги, так и широкий спектр комплексных кастодиальных продуктов, включающих в себя в том числе банковские и клиринговые услуги.

В соответствии со стратегией своего развития депозитарий РОСБАНКа расширяет корреспондентскую сеть, стремясь предложить своим клиентам доступ к максимальному количеству рынков и наиболее широкий спектр инструментов, которые можно учитывать на счете депо. Действующая корреспондентская сеть депозитария РОСБАНКа позволяет ему оказывать услуги по хранению и перерегистрации прав на ценные бумаги иностранных эмитентов в крупнейших международных депозитарных системах, таких как *Clearstream Banking S.A.* (Люксембург), *EUROCLEAR* (Бельгия), *DTC* (США). Корреспондентами депозитария РОСБАНКа в настоящее время являются более 35 депозитариев, включая крупные иностранные депозитарии (например, *Clearstream Banking S.A.*), а также крупнейшие российские депозитарии, такие как НДЦ, ДКК, *ING Bank* (Москва), Внешторгбанк, Внешэкономбанк, Сбербанк России. Также депозитарий РОСБАНКа имеет широкую сеть счетов номинального держателя в реестрах более 1200 эмитентов, поддерживает отношения более чем с 70 регистраторами из 78 лицензированных российских регистраторов.

В рамках развития корреспондентских отношений с депозитариями стран СНГ 26 июля 2005 г. депозитарием РОСБАНКа открыт междепозитарный счет в АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» (Казахстан) для учета ценных бумаг казахстанских эмитентов, принадлежащих клиентам депозитария РОСБАНКа. В стадии открытия находятся счета в депозитариях ряда других стран.

сама по себе без цивилизованного правового поля, обеспечивающего безопасность и гарантии выполнения обязательств. Однако эта платформа обеспечивает понятные и прозрачные правила учета прав собственности, без которых говорить о четком управлении инвестициями трудно.

Ограничения в установлении междепозитарных отношений между клиентскими депозитариями, которые имеются в ряде стран СНГ, негативно влияют на потенциальные возможности расширения рынков за счет прихода новых инвесторов. В частности, бизнес кастодианов построен на особом обслуживании клиентов, которые доверяют своим попечителям и не всегда готовы выставлять лимиты по рискам на новые инфраструктурные институты, тем более находящиеся в другой стране. Указанное ограничение отсекает от определенных рынков целые сегменты потенциальных инвесторов и тормозит интеграцию.

Таким образом, основной задачей интеграции инфраструктур фондовых рынков стран СНГ на сегодняшний день является **обеспечение механизмов сопряжения депозитарных систем** с целью создания надежной и прозрачной платформы для учета прав на ценные бумаги эмитентов стран–участников интеграции, в том числе и усилиями учрежденной Ассоциации центральных депозитариев Евразии и инфраструктурных институтов, осуществляющих междепозитарное взаимодействие.

АСПЕКТЫ ПРАКТИЧЕСКОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ПРИ УСТАНОВЛЕНИИ КОРРЕСПОНДЕНТСКИХ ОТНОШЕНИЙ

Депозитарии, устанавливая между собой корреспондентские отношения, обычно руководствуются спросом со стороны своих клиентов. Однако в некоторых случаях, даже при отсутствии клиента, который уже сегодня готов учитывать иностранные ценные бумаги, имеет смысл налаживать корреспондентские отношения. В этом случае депозитарии объявляют о наличии возможности учета ценных бумаг, фактически приглашая клиента (в первую очередь, прямого инвестора или профессионального участника) обратить внимание на новый рынок и новые возможности.

Позитивным следствием установления корреспондентских отношений является изучение депозитариями рынков партнерских стран, что позволяет яснее понять структуру учета прав собственности, которая лежит в основе экономических процессов.

Одной из основных проблем при установлении корреспондентских междепозитарных отношений является проблема **отсутствия достаточного объема информации** о рынках и правовом поле этих рынков. Однако даже при создании необходимых правовых условий для установления междепозитарных отношений депозитарию, открывающему счет в другой стране, нужно взвешивать возможные риски, связанные с учетом иностранных ценных бумаг, принадлежащих клиентам. Чуть менее значительными с точки зрения ответственности депозитария, но не менее значимыми с точки зрения качества оказания услуг являются **следующие проблемы**, возникающие в процессе установления корреспондентских отношений:

1) языковые проблемы (если они имеются);

2) проблемы налогового статуса и льгот;

3) проблемы, связанные с денежными расчетами (режим счетов, конвертация валют и т. п.);

4) коммуникационные проблемы;

5) проблемы различной финансово-экономической терминологии и различие устройства финансовых систем.

Установление междепозитарных корреспондентских отношений обычно начинается с обсуждения возможности их установления, т. е. с анализа допустимости их с точки зрения законодательства обеих стран. Если законодательство не препятствует налаживаю связей и открытию счетов, то следующим шагом обычно является изучение правил (условий осуществления деятельности) депозитария-корреспондента, рассмотрение тарифов и согласование текста междепозитарного договора (включая обсуждение технологических вопросов взаимодействия). Подробнее на технологических и юридических аспектах междепозитарных отношений мы остановимся ниже.

Далее следует согласование окончательного текста договора, предоставление необходимых для открытия междепозитарного счета документов и подписание междепозитарного договора. После этого депозитарий-домицилиат, открывающий счет депозитарию-домицилианту, осуществляет открытие междепозитарного счета в своих учетных регистрах и выдает уведомление об открытии междепозитарного счета. С этого момента депозитарий-домицилиант фактически получает возможность подавать поручения на проведение операций по своему междепозитарному счету, открытому в депозитарии-домицилиате, т. е. получает возможность учитывать права на ценные бумаги.

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ МЕЖДЕПОЗИТАРНОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

В настоящее время документооборот при осуществлении депозитарных операций в рамках корреспондентских отношений между депозитариями разных стран зачастую осуществляется на бумажных носителях. Оперативность достигается за счет использования факсимильных каналов связи, экспресс-почты или электронных сообщений общепринятого обычного формата через Интернет (в том числе с использованием сканирования документов). Однако подобные технологии являются, мягко говоря, отсталыми.

В рамках интеграции финансовых рынков **переход на электронный документооборот** (ЭДО) представляется основным и наиболее важным вопросом. При такой форме взаимодействия обмен информацией, связанный с распоряжениями, поручениями, подтверждениями, уведомлениями, справками, запросами, ответами на эти запросы и прочими документами, осуществляется только в электронном виде посредством передачи данных по каналам электросвязи и с учетом всех требований по защите информации. Использование электронного документооборота позволяет решить проблемы, связанные с долговременностью доставки бумажных документов от одного лица к другому, трудоемкостью ручной обработки информации, и, конечно, обеспечить возможность сквозной обработки данных (*Straight through processing, STP*), что исключает ошибки, связанные с человеческим фактором.

В настоящий момент можно выделить следующие **способы организации системы ЭДО** между депозитариями, находящимися в разных странах:

1. Передача электронных документов по системе ЭДО, предоставляемой и сопровождаемой третьим лицом. Подключение и сопровождение этой системы ЭДО, как правило, достаточно дороги. Наиболее широко используемым примером такой системы является крупнейшая международная организация в сфере финансовых телекоммуникаций — *S.W.I.F.T.*[1], которая

[1] *www.swift.com*, *www.swift.ru*

обеспечивает оперативную, безопасную и надежную систему передачи финансовых сообщений. Именно ее, в основном, используют депозитарии, выбирающие такой тип ЭДО, для взаимодействия друг с другом.

2. Вторым наиболее часто встречающимся способом построения ЭДО является система, которая обеспечивается тем депозитарием-домицилиатом, который оказывается услуги и ведет счет депо депозитария-домицилианта. Как правило, это программное обеспечение, созданное самим депозитарием и настроенное непосредственно под свои услуги, а также удовлетворяющее всем требованиям по защите информации национального законодательства страны, в которой находится депозитарий. Как правило, такого рода системы базируются на передаче зашифрованных электронных сообщений через Интернет, а защищенные каналы связи используются реже, так как это дороже.

В международной практике системы ЭДО, которые используются депозитариями, находящимися в разных странах, базируются на различных системах защиты информации, но на едином стандарте форматов документов, посредством которых передается информация. Таким стандартом является — международный стандарт *ISO*[2] 15022, который в том числе используется в рамках системы *S.W.I.F.T.*, и он применим для большинства фондовых рынков. Подчеркнем, что это не означает обязательное использование системы *S.W.I.F.T.* участниками ЭДО, они могут работать в иной системе ЭДО, которая использует язык *ISO* 15022. При обмене информацией все особенности и дополнительные требования конкретного национального законодательства по ценным бумагам конкретной страны, как правило, легко могут удовлетворяться путем использования *ISO* 15022 (например, расширение или уточнение свободных полей в рамках двусторонних соглашений участников ЭДО).

В большинстве развитых стран (в том числе в России) действуют профессиональные рабочие группы (*National Securities Market Practice Group, NSMPG*) по выработке рекомендаций к использованию формата *ISO* 15022 на конкретном фондовом рынке соответствующей страны. Фактически этим занимаются те участники фондового рынка, которые давно и полноценно используют электронный документооборот при осуществлении операций с ценными бумагами. Разработанные *NSMPG* рекомендации носят необязательный характер для национального фондового рынка, но, как правило, соблюдаются всеми участниками, использующими такое ЭДО.

Таким образом, в рамках интеграции финансовых рынков стран СНГ представляется наиболее правильным и результативным **максимальное использование ЭДО** на фондовом рынке и построение технологий, основанных не на бумажном документообороте. При организации ЭДО для осуществления операций с ценными бумагами представляется целесообразным ориентироваться на международный опыт и активно внедрять в свои технологии опыт, наработанный другими странами и сообществами, т.е. использовать международный стандарт *ISO* 15022.

ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ МЕЖДЕПОЗИТАРНОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

В настоящее время в рамках СНГ не существует какого-либо международного договора, прямо и четко регулирующего вопросы выпуска (эмиссии) и обращения ценных бумаг эмитента одной страны на территории другого государства или содержащего какие-либо коллизионные нормы и уж тем более особенности учета ценных депозитариями других стран. Однако ряд международных документов затрагивает вопросы, которые касаются некоторых правовых аспектов, связанных с обращением ценных бумаг, либо в будущем может привести к созданию правовых норм, имеющих отношение к подобным моментам.

В первую очередь необходимо отметить международные договоры **о поощрении и взаимной защите капиталовложений**, а также международные договоры, регулирующие вопросы **об избежании двойного налогообложения** и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы. Первый вид договоров, как правило, содержит положение об осуществлении и защите капиталовложений и иностранных инвестиций, в том числе в ценные бумаги на территории той или иной страны, и осуществлении и защите капиталовложений и российских инвестиций за пределами этой страны. Второй вид договоров содержит нормы, связанные с налогообложением, доходов в том числе от операций по ценным бумагам. Указанные международные договоры дают возможность использовать определенные средства защиты прав инвесторов, приобретающих ценные бумаги иностранного эмитента на территории другого государства и соответственно вступающих в определенные правоотношения в инвестиционной и налоговой сфере.

В рамках СНГ существует несколько документов, которые в будущем могут повлиять на создание (развитие) правовых норм, связанных с регулированием отношений в сфере ценных бумаг. Например, одним из таких документом является Решение Совета глав правительств СНГ «О создании Совета руководителей органов по регулированию рынков ценных бумаг государств участников СНГ» (Ялта, 18 сентября 2003 г). По состоянию на 1 мая 2005 г. оно не вступило в силу. Согласно утвержденному указанным Решением Положению о Совете руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств-участников СНГ (п. 2.2) основными задачами деятельности Совета являются:

- углубление экономической интеграции государств—участников СНГ в области рынка ценных бумаг;
- обеспечение сотрудничества по установлению международных стандартов регулирования, обеспечивающих создание эффективных и транспарентных рынков ценных бумаг государств—участников СНГ;
- создание условий для дальнейшей либерализации движения капиталов в рамках СНГ;
- обеспечение гарантированной и эффективной защиты прав и законных интересов инвесторов на рынках ценных бумаг государств — участников СНГ;
- создание эффективной системы контроля на рынках ценных бумаг государств—участников СНГ.

В настоящий момент влияние этих международных соглашений на вопросы, связанные с правовым регулированием обращения и учета иностранных ценных бумаг, минимально.

Главная роль как источника права (особенно в части материально-правовых норм) для правоотношений, возникающих на рынке ценных бумаг, принадлежит гражданскому законодательству страны эмитента ценных бумаг, т. е. **национальному праву конкретной страны**. Так, например, в России, Гражданский Кодекс РФ (далее — ГК) является основным (ба-

[2] *ISO — International Organization for Standardization*, всемирное негосударственное объединение национальных организаций по стандартам из 140 стран (*www.iso.ch*). *ISO* 15022 — международный стандарт сообщений по ценным бумагам (*S.W.I.F.T.* является уполномоченной организацией *ISO* по указанным стандартам сообщений по ценным бумагам).

зовым) источником права по ценным бумагам. В большинстве стран правовые нормы, регулирующие отношения в сфере ценных бумаг, содержатся в различных отраслях национального права и, как правило, регулирование рынка ценных бумаг носит комплексный характер: нормы содержатся как в гражданско-правовых, так и в публично-правовых отраслях права.

В части изучения мирового опыта хотелось бы отметить, что существенное влияние на регулирование рынка ценных бумаг оказывают также принципы и нормы, выработанные международными организациями, ассоциациями и объединениями профессиональных участников фондового рынка, которые носят, как правило, рекомендательный характер для фондового рынка в целом и обязательный для членов этих организаций. Последняя форма регулирования играет, пожалуй, наиболее важную роль на рынке ценных бумаг, так как она заполняет тот правовой вакуум, который существует в законодательстве большинства стран в отношении иностранных и международных ценных бумаг и обеспечивает саморегулирование участников возникающих правоотношений.

Среди таких организаций необходимо выделить Международную организацию комиссий по ценным бумагам ИОСКО, (*International Organization of Securities Commissions,* ***IOSCO***), в рамках которой осуществляется формальное сотрудничество между национальными регулятивными органами на фондовом рынке. С течением времени ИОСКО, первоначально основанная как межамериканская организация в 1974 г., стала включать регулятивные органы всех основных стран. В 1995 г. членом ИОСКО стала российская ФКЦБ (тогда имевшая иное название). К началу 1999 г. членами ИОСКО стали регулятивные органы 94 стран мира[3]. На первый взгляд можно подумать, что ИОСКО является межгосударственной организаций специальной компетенции. Однако это не так, потому что кроме национальных государственных органов, ее членами являются, например, саморегулируемые организации участников фондового рынка. ИОСКО провозгласила **четыре цели своей деятельности:** кооперация в области регулирования фондовых рынков; обмен информацией; объединение усилий для выработки стандартов в области регулирования; взаимное оказание содействия в области регулирования.

Еще одной организацией, имеющей важнейшее значение для регулирования выпуска и обращения международных ценных бумаг, является Ассоциация участников международных фондовых рынков (*International Securities Markets Association,* ***ISMA***)[4]. В соответствии с Уставом **целями *ISMA*** являются:

- способствование взаимоотношениям между ее членами и обеспечение базы для совместного изучения и обсуждения вопросов, имеющих отношения к рынкам международных ценных бумаг, а также выработка правил и рекомендаций, регулирующих операции на них;

- предоставление услуг и содействие участникам рынков международных ценных бумаг.

Правила и рекомендации *ISMA* применяются к сделкам с ценными бумагами между членами ассоциации. Они также могут применяться между любыми участниками рынка, если стороны оговорили их применение в момент заключения сделки. Правила Ассоциации включают рекомендацию членам *ISMA*, заключая сделки с ценными бумагами, в том числе не относящимся к международным, дополнительно оговаривать, что к сделке применяются Правила и рекомендации *ISMA* с тем, чтобы вне зависимости от применяемого национального права сделка попадала под понятие сделки с международными ценными бумагами и к ней были применим нормы, содержащиеся в документах *ISMA*. Устав, а также Правила и рекомендации *ISMA* содержат достаточно подробное описание процедур разрешения споров между участниками международного фондового рынка. К сожалению, полностью документы, разработанные *ISMA*, свободно доступны только ее участникам, в противном случае получать документы можно только на платной основе.

В настоящее время в национальном праве стран СНГ институт ценной бумаги, а также связанные с ним правовые институты сходны, например ценная бумага отнесена к категории вещей, но имеются **некоторые серьезные различия.** Например, правовые нормы в отношении типов, видов и форм ценных бумаг, требования к сделкам с ценными бумагами, учетные организации и их статус, порядок перехода права на ценную бумагу и прав из ценной бумаги, порядок выплаты доходов по ценным бумагам и др.

В праве стран СНГ существует аналогичное российскому понятие бездокументарной ценной бумаги, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения учета владельцев ценных бумаг или на основании записи по счету депо. Подобный институт дает возможность «перешагнуть» границы страны эмитента и/или страны депозитария, осуществляющего учет ценных бумаг, и обеспечить относительно свободное обращение финансовых инструментов на территории других стран. При этом очевидны все выгоды такого «расширения» границ. Одной из главных выгод, на наш взгляд, является то, что владельцы ценных бумаг **могут учитывать и реализовывать свои права по иностранным ценным бумагам в депозитариях своей страны,** что обеспечивает им более простой и легкодоступный порядок работы. Депозитарий же в силу того, что он является профессиональным участником, обладает большими возможностями и опытом для того, чтобы при установлении корреспондентских отношений с иностранным депозитарием обеспечить максимальную защиту прав своих депонентов и учесть все особенности иностранного права по ценным бумагам.

Одна из основных проблем, возникающих у депозитария при учете иностранных ценных бумаг, заключается **в правильном толковании и применении норм иностранного законодательства по ценным бумагам,** а также в адекватном обеспечении и защите своих прав и прав своих депонентов, в том числе в судебном порядке. Кроме того, необходимо знать и учитывать императивные нормы в отношении ценных бумаг, содержащиеся в своем национальном праве и праве иностранных государств, на территории которых осуществляется их размещение или обращение, а также страны эмитента, в случае если она отлична от страны депозитария—домицилиата ценных бумаг.

В части защиты прав владельцев следует отметить, что если договорная база четко не фиксирует место разрешения спора и права, применимого к отношениям между депозитариями разных стран, то, как правило, депозитарий-домицилиант с целью защиты своих прав в судебном порядке вынужден подавать иск в су-

---

[3] Основная группа (94) — полные члены (*regular members*), ведущие органы регулирования. Кроме них выделяются также 10 ассоциированных членов (регулятивные органы, выполняющие вспомогательные функции) и 50 аффилированных членов (саморегулируемые организации, биржи и др.). Полный список адресов см. в Интернете на сайте *www.iosco.org.*

[4] *www.isma.org.*

дебные органы страны-местонахождения депозитария-домицилиата ценных бумаг для обеспечения эффективной реализации судебного решения. Это, соответственно, означает большие денежные, трудовые и временные затраты. При этом довольно часто стороны (депозитарии — резиденты разных стран) включают в депозитарный договор положение о том, что споры разрешаются в государственных судах страны ответчика. Подобная договоренность сама по себе является некорректной и неудобной, так как в большинстве случаев к отношениям сторон должно применяться материальное право страны эмитента ценных бумаг, как наиболее тесно связанное с отношениями сторон. Государственный суд, к сожалению, как правило, плохо знаком с материально-правовыми нормами другого государства и часто выносит решения только на основе национального права без учета иностранного права, которое и должно применяться. Кроме того, судьи в государственных судах часто не имеют достаточных знаний и квалификации в такой области правоотношений, как иностранные ценные бумаги или правоотношения, особенно осложненных иностранным элементом.

Для защиты своих интересов при возникновении споров можно рекомендовать депозитариям тщательно изучать предлагаемую договорную базу (или разрабатывать свою), которая будет обеспечивать легитимность устанавливаемых правоотношений. В случае вынесения каких-либо разногласий сторон на судебное разрешение суд будет исходить не из устных договоренностей, собственного понимания или дополнений сторон, а из правового содержания договоров и возможности объективно и независимо оценить сущность того или иного события и факта.

При установлении корреспондентских отношений (открытие счета депо или его аналога[5] иностранному депозитарию для учета ценных бумаг, принадлежащих ему или его клиентам) депозитариям желательно устанавливать порядок разрешения споров вне государственных судов, внося в соответствующие договоры арбитражную оговорку и предусматривая возможность разрешения споров в третейских судах (арбитражах), т. е. рассматривать их с привлечением специалистов в конкретной области. При этом стороны должны четко оговаривать в тексте договора **применимое право** к отношениям, вытекающим из депозитарного договора. В настоящее время на фондовом рынке уже наблюдается подобная тенденция. Чаще встречается **институциональный арбитраж** (осуществляется постоянно действующим арбитражным судом на основании своего регламента) нежели ***ad hoc*** (осуществляется арбитражным судом, учрежденным сторонами конкретного спора и действующими в соответствии с правилами, установленными сторонами). При условии грамотного договора все выгоды от такой процедуры разрешения споров очевидны (конфиденциальность, профессионализм арбитров, возможность выбора арбитров, скорость и конечность решения, обязательность решения для сторон, возможность принудительного исполнения арбитражного решения и др.).

В качестве рекомендации хотелось бы добавить, что, устанавливая корреспондентские отношения с иностранным депозитарием, до начала приема на обслуживания иностранных ценных бумаг, необходимо тщательно изучить законодательство страны эмитента и страны депозитария—места хранения, в частности, если их юрисдикция разнится. Такой анализ особенно важен в части правовой природы финансовых инструментов, выпуска, обращения и учета ценных бумаг, налоговых и валютных требований и ограничений законодателя. Также необходимо досконально проработать договорную базу с тем, чтобы заполнить все пробелы законодательства в части правоотношений по ценным бумагам, осложненных иностранным элементом, обеспечить быстрое и четкое разрешение возможных споров и реализацию судебных решений и, конечно, чтобы исключить возможную нелегитимность заключаемых сделок, неправомочность подтверждения каких-либо прав своим депонентам в качестве депозитария-кастодиана и, как следствие, проблему реализации и защиты прав владельцев ценных бумаг. При этом для избежания возможного некорректного толкования тех или иных аспектов не следует базироваться на данных, полученных только от депозитария, в котором открывается корреспондентский счет депо.

НАПРАВЛЕНИЯ ИНТЕГРАЦИИ ИНФРАСТРУКТУР ФОНДОВЫХ РЫНКОВ СТРАН СНГ

Как следует из настоящей статьи, на сегодняшний день интеграция фондовых рынков стран СНГ возможна по нескольким **направлениям**:

1) на высоком политическом уровне (уровне Правительств стран СНГ);

2) на уровне различных ассоциаций и иных объединений профессиональных участников в рамках стран СНГ;

3) на уровне конкретных междепозитарных отношений отдельных инфраструктурных институтов.

Безусловно, это разные уровни, имеющие разный масштаб и скорость достижения практических результатов. Однако по всем этим направлениям возможно активное участие профессиональных участников фондовых рынков, учетных инфраструктурных институтов. В частности, по первому направлению, профессиональным участникам рынков требуется налаживать диалог с регуляторами рынка и правительством (через саморегулируемые организации, путем коллективных обращений или иным способом) с целью выработки и принятия наиболее эффективных решений.

При этом основными вопросами, которые требуется решить в рамках работы по указанным направлениям, безусловно, являются следующие **вопросы**:

1) создание единого (схожего) правового поля;

2) обеспечение современных технологий взаимодействия;

3) информационное обеспечение участников рынков данными об экономиках и устройствах финансовых систем стран—участников интеграции.

Прикладывая необходимые усилия в указанных направлениях и участвуя в решении основных вопросов интеграции, профессиональные участники рынков обеспечивают необходимый потенциал не только своего собственного развития, но и развития фондовых рынков своих стран и стран—партнеров по интеграции. ■

[5] В разных правовых системах название учетного регистра может быть различным.

Жарас Байдельдинов
вице-президент АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» Республики Казахстан,
канд. экон. наук

РАСЧЕТНО-УЧЕТНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА КАЗАХСТАНСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

С начала 2004 г. деятельность расчетно-учетной инфраструктуры казахстанского рынка ценных бумаг претерпела ряд изменений, вызванных как совершенствованием законодательной и нормативно-правовой базы в области регулирования финансового сектора, так и более жесткими требованиями, выдвигаемыми развивающимся рынком к учетным институтам и расчетным системам.

В настоящее время учет прав на эмиссионные ценные бумаги осуществляется регистраторами, Центральным депозитарием, кастодианами и брокерско-дилерскими компаниями, имеющими лицензии на право ведения счетов клиентов. Любые сделки с ценными бумагами подлежат обязательной регистрации в системе учета одной из этих организаций.

Согласно действующему законодательству реестры держателей негосударственных эмиссионных ценных бумаг в обязательном порядке должны вестись у регистраторов. Ранее эмитенты, у которых число держателей ценных бумаг не превышало 500, могли вести свои реестры самостоятельно при наличии в штате специалиста, имеющего соответствующую квалификацию. Как показала практика, самостоятельное ведение реестров предоставило широкие возможности для необоснованного вмешательства эмитента в процесс учета прав на ценные бумаги и связанных с этим злоупотреблений. Рынок требовал большей независимости процесса регистрации прав на ценные бумаги, и принятый в 2003 г. закон «О рынке ценных бумаг» обязал эмитентов вести реестры в системе регистратора.

В настоящее время в Казахстане 19 организаций имеют государственные лицензии на право осуществления регистраторской деятельности. В их число входит и Центральный депозитарий ценных бумаг, получивший лицензию в октябре 2004 г. Регистраторы осуществляют ведение и хранение системы реестров эмитента, учет и подтверждение прав держателей ценных бумаг, а также регистрацию сделок с ценными бумагами, заключенных на неорганизованном рынке. При регистрации сделок с ценными бумагами регистратор несет ответственность исключительно за проведение транзакции между счетами клиентов по ценным бумагам. Осуществление денежных расчетов по сделке и соблюдение принципа «поставка против платежа» не входят в компетенцию регистраторов. Таким образом, риски денежных расчетов по сделкам с ценными бумагами на неорганизованном рынке контрагенты несут самостоятельно.

С развитием рынка эмитентами и инвесторами выдвигаются все более серьезные требования к регистраторам в части надежности и скорости проведения транзакций. 16 февраля 2004 г. были приняты Правила ведения системы реестров держателей ценных бумаг взамен действовавшего ранее Положения о ведении реестра держателей ценных бумаг. Сегодня большой проблемой является фактическое отсутствие у регистраторов единых стандартов деятельности, в том числе форм входящих и исходящих документов (приказов, поручений, отчетов об исполнении, выписок, списков держателей и т. д.). Как следствие, инвестору необходимо подстраиваться под правила каждого отдельного регистратора в зависимости от того, с какими бумагами он намерен совершить сделку. Казахстанской ассоциацией реестродержателей была сделана попытка решить данную проблему путем принятия Правил и стандартов деятельности регистраторов, однако де-факто даже регистраторы, являющиеся членами этой Ассоциации, не всегда руководствуются в своей деятельности этим документом. В этой связи Агентством Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового

рынка и финансовых организаций планируется в ближайшее время принять единые стандарты деятельности регистраторов, имеющие статус нормативно-правового акта.

Изменились требования и к институту номинального держания ценных бумаг. Сегодня в Казахстане принята и активно функционирует двухуровневая модель номинального держания. Номинальными держателями нижнего уровня выступают кастодианы и брокеры-дилеры, имеющие право ведения счетов клиентов. В соответствии с последними изменениями, внесенными 8 июля 2005 г. в закон «О рынке ценных бумаг», номинальные держатели после заключения с клиентом договора о номинальном держании обязаны в течение 3 календарных дней открыть ему лицевой счет в системе учета номинального держания и субсчет в системе учета Центрального депозитария с раскрытием всех реквизитов клиента, необходимых для открытия субсчета.

В системе реестров держателей ценных бумаг учет негосударственных ценных бумаг, переданных в номинальное держание, осуществляется по лицевому счету Центрального депозитария, открытие которого производится регистратором на основании приказа депозитария. За исключением Центрального депозитария, никакие номинальные держатели не имеют права иметь счета номинального держания у регистраторов.

Согласно действующему законодательству заниматься депозитарной деятельностью в Казахстане имеет право исключительно Центральный депозитарий, т. е. казахстанская модель рынка ценных бумаг не предусматривает наличия депозитариев второго уровня. Таким образом, к **основным функциям** Центрального депозитария относятся:

- оказание депонентам услуг номинального держания финансовых инструментов;

- осуществление расчетов в финансовых инструментах по сделкам, заключенным на организованном рынке ценных бумаг, и по сделкам, заключенным на неорганизованном рынке ценных бумаг с участием его депонентов (между самими депонентами; между депонентом, с одной стороны, и клиентом другого депонента, с другой стороны; между клиентами двух различных депонентов);

- осуществление депозитарного обслуживания государственных эмиссионных ценных бумаг в соответствии с законодательством Республики Казахстан и своим сводом правил.

Таблица. ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН

Показатель	По состоянию на		
	1 января 2004 г.	1 января 2005 г.	1 августа 2005 г.
Количество лицевых счетов депонентов	46	49	54
Количество субсчетов, открытых на лицевых счетах депонентов	1691	2363	2718
Количество ценных бумаг, учитываемых на лицевых счетах депонентов, млрд шт.	40,04	94,55	114,78
Объем финансовых инструментов в номинальном держании, трлн тенге	1, 31	1,74	1,91
Количество выпусков ценных бумаг в номинальном держании	490	483	473

В соответствии с действующим законодательством **Центральный депозитарий ценных бумаг функционирует в организационно-правовой форме акционерного общества и является некоммерческой организацией,** т. е, доходы, получаемые в результате осуществления деятельности Центрального депозитария, не подлежат распределению среди акционеров, а могут быть направлены только на дальнейшее развитие АО «ЦДЦБ». Акционерами Центрального депозитария являются Национальный банк Республики Казахстан, Казахстанская фондовая биржа, а также банки второго уровня и брокерские компании.

Динамика основных показателей деятельности Центрального депозитария представлена в таблице.

В декабре 2004 г. Центральный депозитарий принял участие в подписании Резолюции об учреждении **Ассоциации центральных депозитариев Евразии** (АЦДЕ). В настоящий момент членами АЦДЕ являются центральные (расчетные) депозитарии Республики Азербайджан, Республики Беларусь, Республики Грузия, Республики Казахстан, Кыргызской Республики, Республики Молдова, Российской Федерации, Республики Узбекистан и Украины.

Сегодня Центральный депозитарий Казахстана совместно с коллегами из Белоруссии, России и Украины активно участвует в разработке межгосударственного соглашения о внедрении международных стандартов расчетов по сделкам с ценными бумагами. В частности, согласно проекту этого соглашения предусмотрено взаимное открытие и ведение междепозитарных (корреспондентских) счетов в центральных депозитариях, а также иных депозитарных организациях стран – участников соглашения. Допускается также открытие междепозитарных счетов номинальным держателям из этих стран.

К сожалению, до принятия указанного соглашения различия в законодательстве не позволяют открывать междепозитарные счета во многих странах СНГ. Сегодня Центральный депозитарий Казахстана имеет взаимные счета только с Центральным депозитарием Кыргызской Республики. Тем не менее отношения с коллегами по АЦДЕ строятся на принципах конструктивного диалога с учетом понимания того, что отсутствие полностью согласованного законодательства, регламентирующего деятельность расчетно-учетной инфраструктуры, не является препятствием для начала процесса интеграции рынков ценных бумаг. Предполагается параллельно осуществлять процессы гармонизации законодательств в этой отрасли и предпринимать реальные шаги в направлении интеграции национальных рынков. ■

НДЦ открыл междепозитарный счет в ОА «Центральный депозитарий» Республики Казахстан

26 августа 2005 г. НДЦ открыл междепозитарный счет в ОА «Центральный депозитарий» Республики Казахстан.

Центральный депозитарий Республики Казахстан обеспечивает учет государственных, муниципальных и негосударственных ценных бумаг, является уполномоченным депозитарием по обслуживанию ценных бумаг, эмитируемых Министерством финансов и Национальным банком Республики Казахстан.

Наличие счета в ОА «Центральный депозитарий» Республики Казахстан дает возможность НДЦ предоставлять своим депонентам депозитарные услуги по учету ценных бумаг казахстанских эмитентов.

Открытие счета в ОА «Центральный депозитарий» Республики Казахстан является частью стратегии НДЦ по открытию междепозитарных счетов в Центральных депозитариях стран СНГ.

Илгар Мурадов
начальник отдела Национального депозитарного
центра Республики Азербайджан

ФОНДОВЫЙ РЫНОК РЕСПУБЛИКИ АЗЕРБАЙДЖАН

В Азербайджане, как и в других странах постсоветского пространства, толчком к формированию рынка ценных бумаг послужил приватизационный процесс. При подготовке законодательной базы, регулирующей процесс приватизации, остро встал вопрос о необходимости централизованного хранения ценных бумаг акционерных обществ, созданных в ходе приватизации, и их безналичного обращения.

В Азербайджане, как и во многих странах СНГ, инициатором создания депозитарной системы явилось государство. Впервые понятие «Национальная депозитарная система» (НДС) появилось в «Государственной программе приватизации государственной собственности в Азербайджанской Республике в период с 1995 по 1998 год». Согласно Программе Национальная депозитарная система создавалась для хранения ценных бумаг, обеспечения их наличного и безналичного оборота, ведения реестра акционеров, регистрации собственников ценных бумаг и договоров купли-продажи, а также для осуществления других депозитарных услуг.

С целью создания НДС и регулирования ее деятельности Указом Президента Республики Азербайджан от 14 мая 1997 г. были утверждены Положения «О Национальной депозитарной системе» и «О правилах ведения реестра акционеров акционерных обществ, созданных в процессе приватизации государственных предприятий, и специализированных чековых инвестиционных фондов». Положением «О Национальной депозитарной системе» было предусмотрено создание Национального депозитарного центра (НДЦ). В соответствии с Положением НДЦ Республики Азербайджан – это государственная организация, являющаяся составной частью НДС, непосредственно занимающаяся депозитарной деятельностью, и ведущая учет депозитариев, входящих в депозитарную систему, осуществляющая контроль за их деятельностью.

В рамках исполнения указа 18 сентября 1997 г. в форме акционерного общества закрытого типа был учрежден и начал свою деятельность НДЦ Азербайджанской Республики. Учредителем и владельцем всего пакета акций выступил Государственный комитет по имуществу (ГКИ) республики.

После создания в 1998 г. Комитета по ценным бумагам при Президенте АР (ГКЦБ) функции учредителя и владельца всего пакета акций НДЦ перешли ГКЦБ.

Создание ГКЦБ было качественно важным толчком к развитию рынка ценных бумаг: помимо уже существующих корпоративных ценных бумаг, появились долговые и производные ценные бумаги. За достаточно короткий промежуток времени была принята основная база нормативно-правовых актов, регулирующих рынок ценных бумаг, разработана программа развития рынка ценных бумаг, начался процесс лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг, появились первые частные депозитарные и регистраторские организации. Также была создана и начала

свою деятельность Бакинская фондовая биржа.

Государственным комитетом по ценным бумагам при Президенте Азербайджанской Республики было выдано 10 лицензий на брокерскую, 9 — на дилерскую, 3 — на депозитарную, 2 — на регистраторскую, по 1 лицензии на клиринговую и биржевую деятельность, а также 1 лицензия на управление ценными бумагами.

В 1999 г. был зарегистрирован выпуск депозитных сертификатов на общую сумму более 11,1 млн долл., в 2003 г. — более 37 млн долл., а в 2004 г. — более 53 млн долл.

Кроме этого, если в 2000 г. был зарегистрирован выпуск акций 103 акционерных обществ на сумму около 85 млн долл., то в 2001 г. таких обществ насчитывалось 197 с общим выпуском акций на сумму около 153 млн долл., а в 2002 г. — 172 акционерных общества с общим объемом акций на сумму более 258 млн долл.; в 2003 г. выпуск акций составил около 50 млн долл., в 2004 г. — более 97 млн долл.

В 2000 г. было зарегистрировано 2 выпуска корпоративных облигаций на сумму более 1,6 млн долл., в 2001 г. — 3 выпуска на сумму 851 тыс. долл., а в 2002 г. — 5 выпусков на сумму 2,6 млн долл.; за 2003 г. объем выпусков составил 1,3 млн долл., в 2004 г. — 19 млн долл. Помимо этого, ГКЦБ республики за период своей деятельности зарегистрировал выпуск государственных долгосрочных облигаций на сумму 90 млн долл., государственных краткосрочных облигаций — 301 млн долл. Объем выпущенных векселей в 2001 г. составил 18,7 тыс. долл. , в 2002 г. — примерно 7,4 млн долл., в 2003 г. — более 10,9 млн долл., в 2004 г. — 11,1 млн долл. За этот же период были зарегистрированы краткосрочные ноты Национального банка Азербайджана на сумму 51 млн долл. Вместе с этим наблюдается повышение активности на торгах, проводимых Бакинской фондовой биржей (рис. 1).

В настоящее время в НДЦ АР ведутся реестры акционеров и хранятся ценные бумаги всех акционерных обществ, созданных в процессе приватизации. НДЦ АР постоянно проводит различные исследования с целью изучения внутреннего рынка ценных бумаг и внедрения новых технологий. Помимо этого, ведутся работы по изысканию возможностей для создания филиалов НДЦ в некоторых районах республики. Также большое внимание НДЦ АР уделяет международным связям, способствующим интеграционным процессам и открывающим возможности

Рисунок 1. ПОКАЗАТЕЛИ СДЕЛОК НА БФБ

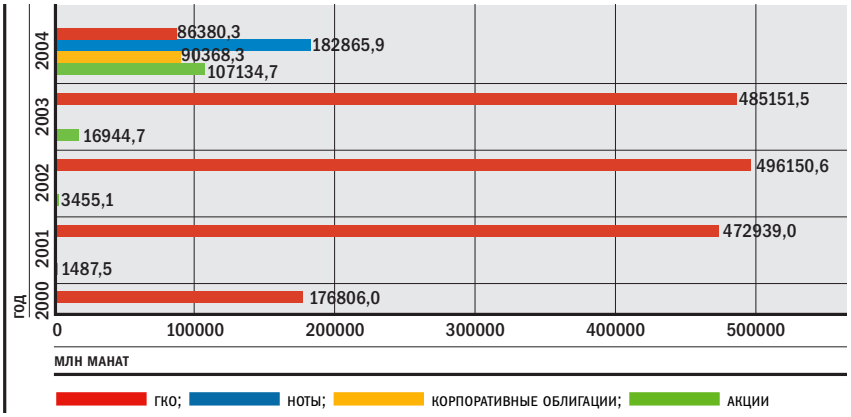


Рисунок 2. КОЛИЧЕСТВО ПРЕДПРИЯТИЙ ПО СЕКТОРАМ ЭКОНОМИКИ, ЗАКЛЮЧИВШИЕ ДОГОВОРА НА 1 ЯНВАРЯ 2005 Г.

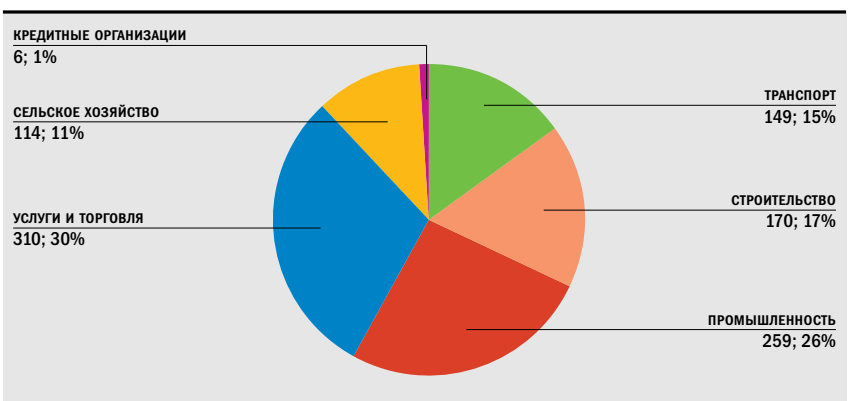


Рисунок 3. СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЙ И ОБЪЕМА УСТАВНОГО КАПИТАЛА НА 1 ЯНВАРЯ 2005 Г.

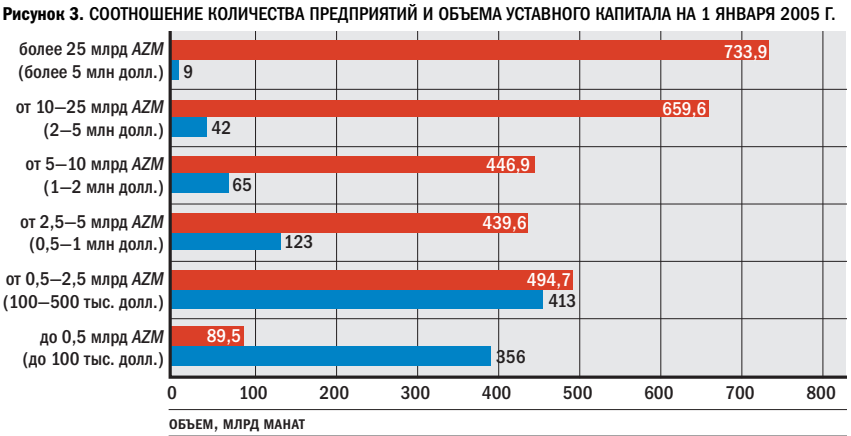


Рисунок 4. СООТНОШЕНИЕ СДЕЛОК ПО ГОДАМ

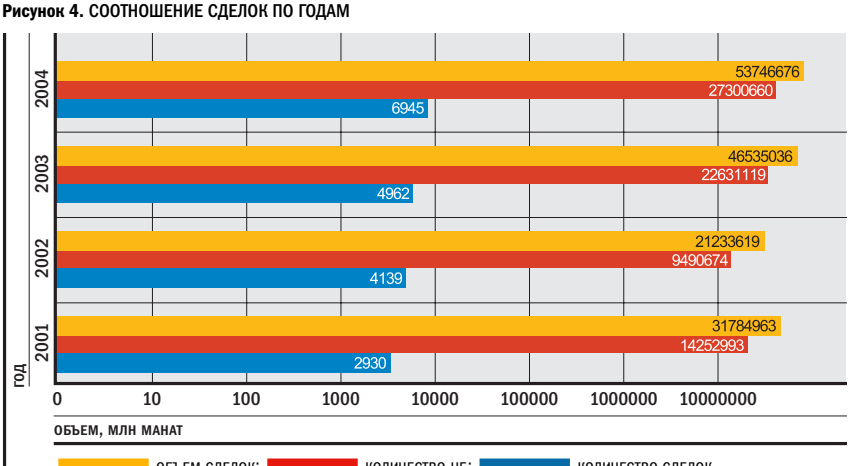


Рисунок 5. КОЛИЧЕСТВО ПРЕДПРИЯТИЙ, ПО КОТОРЫМ БЫЛИ ЗАРЕГИСТРИРОВАНЫ СДЕЛКИ

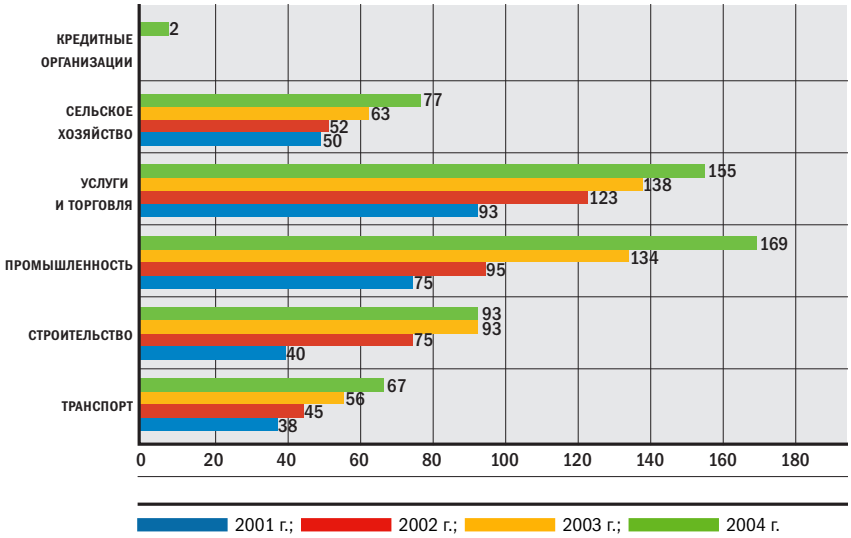
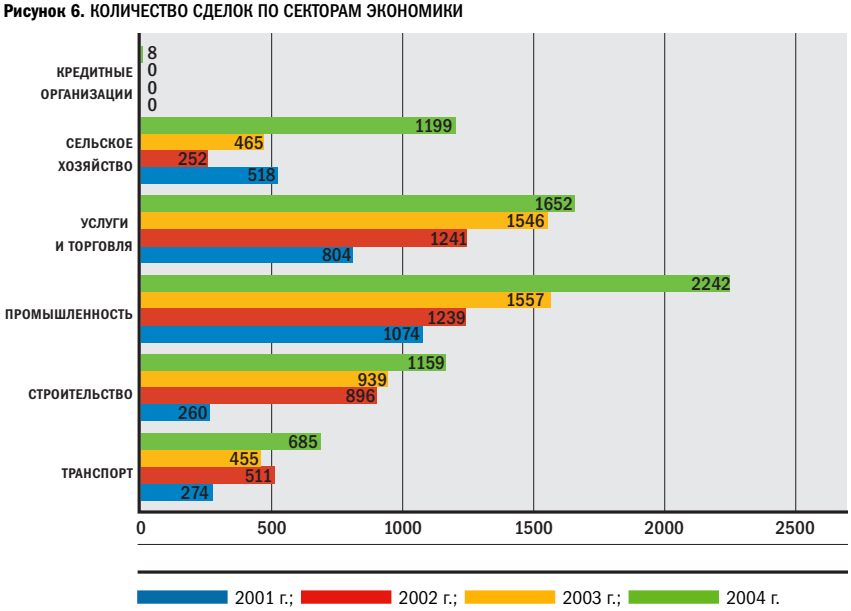


Рисунок 6. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК ПО СЕКТОРАМ ЭКОНОМИКИ



для углубления взаимоотношений с депозитарными организациями других стран.

НДЦ АР предоставляет акционерным обществам, частным и институциональным инвесторам следующие виды услуг:

- хранение ценных бумаг, выпущенных в документарной и бездокументарной форме, в том числе государственных приватизационных чеков[1] и государственных приватизационных опционов[2];
- ведение реестра акционеров акционерных обществ;
- учет и удостоверение прав собственности на ценные бумаги и перерегистрация прав в реестрах владельцев именных ценных бумаг;
- регистрация случаев обременения ценных бумаг обязательствами, осуществление глобальных операций с ценными бумагами, таких как конвертация, консолидация, дробление и др.;
- оказание услуг в подготовке общего собрания по поручению эмитента, обеспечение отправки необходимой информации акционерам.

В дальнейшем НДЦ АР, совершенствуя технологию депозитарного учета, будет стремиться к предоставлению как можно более широкого перечня депозитарных услуг.

В НДЦ АР были открыты счета депо почти 100 тыс. физических и юридических лиц. Также были заключены договоры об оказании услуг по хранению ценных бумаг и ведению реестра акционеров акционерного общества более чем с 1000 акционерных обществ.

Итоги деятельности НДЦ за различные периоды представлены на рис. 2–6.

Общий доход НДЦ АР за период с сентября 1997 г. по настоящее время составил около 2,5 млн долл., а чистая прибыль – около 0,7 млн долл.

Фондовый рынок в Азербайджане обладает большим потенциалом для дальнейшего развития, и это вселяет определенные надежды. Осуществление проекта по организации региональных центров имеет важное значение для всего рынка ценных бумаг Азербайджана. Выгоду от внедрения данного проекта можно рассматривать как одну из ступеней развития рыночной экономики в Азербайджане, рынка ценных бумаг и как приближение услуг к конкретным потребителям. ■

[1] Одно из средств оплаты в ходе процесса приватизации.
[2] Одно из средств оплаты в ходе процесса приватизации, предусмотренных для иностранных инвесторов.

6 октября 2005 г. Российская Национальная Ассоциация *SWIFT* (РОССВИФТ), объединяющая крупнейших участников российского рынка ценных бумаг (ММВБ, НДЦ, ДКК, глобальные кастодиальные банки) при поддержке НДЦ организует конференцию:

«Использование международных стандартов финансовых сообщений на российском фондовом рынке».

Участникам конференции будут представлены итоги работы Национальной группы по анализу практики фондового рынка (*SMPG*), организованной *SWIFT*.

Особое внимание предполагается уделить собственным стандартам, которые участники российского фондового рынка разрабатывают и используют. Подобная практика нередко приводит к возникновению ошибок и противоречий при обработке финансовой информации, что затрудняет развитие российского фондового рынка в целом и лишает его транспарентности.

В ходе конференции представители крупнейших иностранных компаний, работающих на российском фондовом рынке, расскажут о практике использования стандартов *ISO* с учетом специфики российского рынка ценных бумаг.

Отдельный вопрос конференции – развитие стандартов *ISO*. О планах и перспективах развития стандартов расскажут представители *SWIFT*, являющейся уполномоченным органом *ISO* по ведению ряда стандартов, в частности, стандарта *ISO* 15022 «Бумаги ценные. Схема сообщений (Словарь Полей данных)», а также *ISO* 20022 «Универсальная схема сообщений для финансовой индустрии».

Дополнительную информацию о конференции можно получить у Чернова Романа по телефону 241 84 32

Валентина Тимошенко
директор республиканского унитарного предприятия «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» Республики Беларусь

ОПЫТ СОЗДАНИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ БЕЛАРУСИ

Принимая во внимание важность развития рынка ценных бумаг для экономики страны, в Республике Беларусь в 1992 г. начато формирование национального фондового рынка. На сегодняшний день в республике создана модель фондового рынка с централизацией государственного регулирования рынка ценных бумаг в лице Комитета по ценным бумагам при Совете министров РБ, Республиканского центрального депозитария ценных бумаг (далее — Центральный депозитарий), расчетно-клиринговой системы и единой Белорусской валютно-фондовой биржи.

В целях ускорения формирования и развития национального рынка ценных бумаг, обеспечения его упорядоченного и эффективного функционирования в 1995 г. было принято совместное постановление кабинета министров РБ и Национального банка РБ № 30/2 от 18 января 1995 г. «О создании Республиканского центрального депозитария ценных бумаг». **Первые шаги Центральный депозитарий сделал в октябре 1996 г.: тогда было образовано закрытое акционерное общество на основании Договора о совместной деятельности, заключенного между профессиональными участниками рынка ценных бумаг республики.**

Предметом деятельности Центрального депозитария в тот период времени являлись:

- создание единой методологии и технологии регистрации прав собственности на ценные бумаги, учета параметров выпусков и текущего статуса ценных бумаг (принадлежность, местонахождение и др.), проведение взаиморасчетов по сделкам с ценными бумагами, обеспечение их хранения, а также решение других сопутствующих методологических проблем, связанных с созданием инфраструктуры рынка ценных бумаг и обеспечением движения ценных бумаг в процессе их размещения и обращения;

- создание, обеспечение функционирования и развития единой республиканской депозитарной сети, включающей Центральный и региональные депозитарии, на основе современных программно-технических платформ, информационных технологий, электронных средств связи и защиты информации;

- способствование организации рынков ценных бумаг, совершенствованию функционирования национального рынка в соответствии с мировыми тенденциями развития и изменениям в экономике республики в процессе рыночных преобразований, обеспечению взаимодействия с соответствующими международными системами.

На Центральный депозитарий (сверх указанных выше) были возложены следующие основные функции:

- учет и контроль баланса ценных бумаг в разрезе выпусков в целом по республике;

- обеспечение учета и контроля движения ценных бумаг эмитентов-резидентов и нерезидентов, обращающихся в международном сегменте рынка ценных бумаг республики;

- обеспечение взаиморасчетов по сделкам с ценными бумагами между клиентами разных депозитариев, в том числе на основе клиринга;

- ведение корреспондентских счетов региональных депозитариев;

- регулирование функционирования депозитарной сети, обеспечение взаимодействия между ее участниками;

- оказание консультаций, методологической помощи и помощи в автоматизации деятельности региональных депозитариев, а также другие функции, связанные с функционированием депозитарной системы республики.

В соответствии с Указом Президента РБ № 366 от 20 июля 1998 г. «О совершенствовании системы государственного регулирования рынка ценных

бумаг» была создана и в настоящее время довольно успешно функционирует двухуровневая депозитарная система, включающая в себя Центральный депозитарий и профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих лицензии на депозитарную деятельность и установивших корреспондентские отношения с Центральным депозитарием (депозитарии второго уровня).

Согласно названному Указу ЗАО «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» было преобразовано в государственное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг», учредителем которого стал Государственный комитет по ценным бумагам РБ. Также в соответствии с Указом функции центрального депозитария ценных бумаг были возложены:

- по государственным ценным бумагам и ценным бумагам Национального банка РБ на Национальный банк РБ;

- по акциям и облигациям субъектов хозяйствования и иным ценным бумагам на государственное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг».

Этим же Указом было принято решение об образовании открытого акционерного общества «Белорусская валютно-фондовая биржа» и предоставлено ему право биржевой торговли финансовыми активами, в том числе валютными ценностями и ценными бумагами всех видов, за исключением именных приватизационных чеков «Имущество».

В 1999 г. был принят Закон РБ № 280-З от 9 июля 1999 г. «О депозитарной деятельности и Центральном депозитарии ценных бумаг в Республике Беларусь». Основной задачей депозитарной системы является обеспечение централизованного хранения эмиссионных ценных бумаг, зарегистрированных в установленном законодательством РБ порядке и разрешенных к обращению на территории республики, и учета прав на эти ценные бумаги.

Достоинство сформированной в Республике Беларусь депозитарной системы заключается в целостности и соответствии всем требованиям развивающегося фондового рынка: свободное определение акционерным обществом депозитария для ведения реестра своих акционеров, равные права депозитариев второго уровня, свободная конкуренция в отношении качества и стоимости предоставляемых услуг, высокий уровень обслуживания эмитентов и держателей ценных бумаг.

На Центральный депозитарий законодательством РБ возложен целый ряд государственно-важных функций, таких как:

- хранение ценных бумаг, зарегистрированных в установленном порядке;

- контроль деятельности депозитариев;

- методологическое обеспечение деятельности депозитариев;

- прием и обработка информации о выпущенных векселях и векселях, изъятых из обращения;

- государственная регистрация договоров залога ценных бумаг и др.

Для организации обращения корпоративных ценных бумаг Центральным депозитарием по состоянию на 1 августа 2005 г. установлены корреспондентские отношения с 48 депозитариями второго уровня, из которых 16 являются структурными подразделениями коммерческих банков, а остальные – небанковскими организациями – профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Причем часть профессиональных участников рынка ценных бумаг участвуют одновременно в двух депозитарных системах.

В Центральном депозитарии создан программно-технический комплекс, обеспечивающий автоматизацию взаимодействия с депозитариями второго уровня по обмену электронными сообщениями.

В 2004 г. были завершены мероприятия по включению в систему электронного документооборота всех депозитариев-корреспондентов. Работа над внедрением в полном объеме электронного документооборота при осуществлении депозитарных операций продолжается.

В настоящее время в общем объеме эмиссии ценных бумаг Республики Беларуси корпоративные ценные бумаги (акции и облигации субъектов хозяйствования) составляют примерно 52%. По состоянию на 1 августа 2005 г. общая номинальная стоимость ценных бумаг, хранимых на корреспондентских счетах Центрального депозитария, составила около 5 млрд долл.

На централизованном хранении в Центральном депозитарии по состоянию на 1 августа 2005 г. находилось 502,3 млрд акций 1815 открытых акционерных обществ и 1010 закрытых акционерных обществ. В депозитариях второго уровня обслуживается более 1 млн счетов депо, из них около 90% открыты для учета акций, приобретенных гражданами в процессе чековой и денежной приватизации. В настоящее время декретом Президента РБ на отчуждение этих акций наложен запрет.

Центральный депозитарий выполняет такую важную функцию, как учет прав на ценные бумаги, принадлежащие государству (по состоянию на 1 августа 2005 г. государству принадлежит 78% от общего количества ценных бумаг, находящихся на централизованном хранении).

Двусистемность белорусской учетной инфраструктуры является серьезным сдерживающим фактором для реализации концепции создания единой расчетно-клиринговой системы по всем видам ценных бумаг, одобренной белорусским правительством в 1999 г. Расчетные функции по государственным ценным бумагам осуществляет Центральный депозитарий Национального банка РБ, по корпоративным – депозитарий ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». **В текущем году Центральным депозитарием совместно с ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» проводятся мероприятия по передаче Центральному депозитарию расчетных функций по корпоративным ценным бумагам.**

Вследствие названных выше причин появилась необходимость создания **единого Центрального депозитария по всем эмиссионным ценным бумагам,** так как депозитарии второго уровня, как уже упоминалось, работают и с государственными, и с корпоративными ценными бумагами и вынуждены обращаться к услугам двух разных учетных институтов. Наличие в республике двух депозитарных систем является также фактором, снижающим эффективность работы регуляторов рынка ценных бумаг: вдвое увеличивается количество нормативных правовых актов, неоправданно усложняется задача совершенствования методологической базы депозитарной деятельности. Кроме того, специалистам двух подсистем необходимо подстраиваться друг под друга, чтобы не создать прямо противоположных правил для депозитариев второго уровня, работающих с разными ценными бумагами.

В декабре 2004 г. Центральный депозитарий вошел в состав учредителей Ассоциации центральных депозитариев Евразии, основной целью которой является создание общего *«депозитарного пространства»*. Что касается взаимного открытия корреспондентских счетов, то в настоящее время белорусский Центральный депозитарий готов выполнить все, что будет способствовать движению вперед и что поручит Правительство Беларуси. ■

Виктор Ивченко
глава Государственного агентства Украины
по инвестициям и инновациям,
председатель Национального депозитария Украины

УКРАИНА И РОССИЯ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА

Сегодня перед Украиной как никогда остро стоят задачи, связанные с необходимостью обеспечить дополнительные возможности для повышения благосостояния ее граждан, в том числе активное участие массового инвестора на рынка капитала, а также необходиый потенциал для развития реального сектора экономики. Однако, к сожалению, существует ряд проблем, которые не позволяют сегодня реализовать эти возможности.

Главной проблемой не только фондового рынка, но и экономики страны в целом является отсутствие эффективной рыночной инфраструктуры в Украине. На сегодняшний день в Украине нет ни полнофункционального центрального депозитария ценных бумаг, ни единых стандартов в системе электронного документооборота, ни надежной системы учета прав собственности. В Украине существует 3 технологически не связанные между собою системы учета прав собственности на ценные бумаги. Государственные ценные бумаги обслуживает депозитарий Национального банка Украины (НБУ). Учет корпоративных ценных бумаг в бездокументарной и обездвиженной форме осуществляет коммерческий депозитарий «Межрегиональный фондовый союз» (МФС), который был создан профессиональными участниками фондового рынка. А документарные именные ценные бумаги находятся в ведении нескольких сотен регистраторов. Таким образом, государственные и корпоративные ценные бумаги искусственно выводятся в обособленные сегменты рынка, в то время как объемы рынка ценных бумаг по-прежнему остаются небольшими.

К сожалению, система регистраторов давно превратилась из системы учетчиков корпоративных прав инвесторов в механизм влияния на эмитентов. Нередки случаи, когда одному из «несогласных» миноритариев удается получить решение суда, запрещающее регистратору предоставлять кому-либо реестр. Такой шаг позволяет переносить собрания акционеров до бесконечности, блокируя принятие неугодных решений. Часто происходят «утери» реестров или важных документов из системы реестров акционеров. В последние годы для решений корпоративных споров все чаще используются упомянутые «технологии», но и активно задействуются органы власти. Следует отметить, что большей частью ценные бумаги украинских эмитентов выпущены в документарной форме и являются именными, а следовательно, их обращение и учет ведут именно регистраторы. Все это, на наш взгляд, представляет серьезную опасность не только для инвестиционного климата в стране, но и для дальнейшего развития полноценных и эффективных рынков капитала Украины.

Работа образовавшейся в Украине депозитарной системы, к сожалению, не соответствует опыту экономически развитых стран, где давно уже пришли к выводу, что централизация депозитарных функций в стране не только снижает риски, но и существенно удешевляет стоимость услуг по обслуживанию обращения ценных бумаг. Ведь прекрасно известно, что чем более консолидирована депозитарная система, тем меньше транзакционные издержки. Поэтому вопрос консолидации и централизации депозитарной системы в Украине стоит особо остро. Однако, будет ли это сделано в ближайшее время на законодательном уровне или придет крупный иностранный инвестор и сам ее консолидирует, пока не ясно.

Пожалуй, главным стимулом для развития инфраструктуры фондового рынка в Украине являются процессы, которые происходят в Европе. В настоящее время инфраструктура европейских стран подвержена очень серьезным трансформациям. Консорциум австрийских и немецких банков имеет серьезные намерения

объединить рыночную инфраструктуру Центральной Европы. Для этого предусматривается все биржи и депозитарии стран Центральной Европы свести в единый холдинг путем консолидации контрольных пакетов акций в одних руках. По всей видимости, возглавит холдинг Венская фондовая биржа (*WBAG*). В целях объединения инфраструктуры центрально-европейский стран Консорциум австрийских и немецких банков уже приобрел Будапештскую фондовую биржу (*BSE*), которая в свою очередь полностью контролирует депозитарий *KELLER*. Инфраструктура Венгрии уже давно находится под контролем австро-немецкой группы инвесторов, которая заканчивает переговорный процесс и со словенскими коллегами. Также существуют предварительные договоренности о покупке институтов инфраструктуры Польши, однако осуществлению сделки на данном этапе может воспрепятствовать предвыборные процессы в этой стране.

В объединенную центрально-европейскую инфраструктуру в ближайшее время могут войти Болгария и Румыния. Рано или поздно эти процессы коснутся российского и украинского рынков и могут серьезнейшим образом повлиять на состояние их инфраструктуры. Хорошо это или плохо — покажет время и, пожалуй, то, насколько удачным будет реализация австро-немецкого проекта. Однако уже сегодня, учитывая политическую ситуацию, стремление к европейской интеграции может привести к тому, что Украине со всех сторон выгоднее будет стать частью европейской системы.

Модель, которую избрали австрийские коллеги, по нашему мнению, очень удачна. Поэтому если предложение о создании общего центрального депозитария Украины и России, сформулированное украинской стороной 3 года назад, не будет востребовано и реализовано в ближайшее время, то не исключено, что уже через год в Украине будут работать над альтернативным направлением. Впрочем, следуя опыту Европейского Союза, целесообразно было бы создать общий центральный депозитарий, альтернативный европейскому. Будучи международным финансовым институтом, он в правовом отношении был бы более защищен от влияния регуляторов и уполномоченных государственных органов, находящихся рядом с ним. Сегодня это достаточно серьезная проблема для депозитарной системы и Российской Федерации, и Украины.

Необходимо отметить, что Россия занимает доминирующее положение в экономике стран СНГ в силу целого ряда объективных причин. Она обладает наиболее развитым и эффективным рынком ценных бумаг. Во всех странах СНГ, кроме России и Казахстана, существует скорее макет фондового рынка, чем сам рынок. Роль фондового рынка России в развитии национальной экономики в последние годы существенно повысилась. Радует тот факт, что за последние 3 года объем средств, привлеченных российскими компаниями через эмиссию ценных бумаг на внутреннем рынке, увеличился в 3 раза, а капитализация рынка акций России превысила 360 млрд. долл[1]. К тому же ведущие мировые агентства повысили рейтинг инвестиционной привлекательности России до инвестиционного уровня. Крупнейшие институциональные инвесторы Запада начинают все активнее выходить на российский рынок. Бесспорно, одним из условий дальнейшего развития фондового рынка в России является совершенствование биржевой инфраструктуры, создание центрального депозитария, стимулирование предприятий для привлечения инвестиций с открытого рынка.

Аналогичные задачи сегодня ставит перед собой Украина. Модернизация и дальнейшее развитие рынков капитала в нашей стране во многом зависят от того, насколько эффективно будет реализована Государственная программа развития Национальной депозитарной системы, принятая Кабинетом Министров в конце прошлого года. Принятие этого документа правительством Украины является свидетельством того, что революция в нашей стране началась не в ноябре, а намного раньше. Нам удалось убедить чиновников в том, что фондовый рынок страны нуждается в радикальном изменении.

Целью Программы является дальнейшее развитие Национальной депозитарной системы на основе международных стандартов с применением современных финансовых инструментов и информационных технологий обслуживания инвесторов на национальном и международном рынках ценных бумаг. Без существования обеспечивающих механизмов невозможны успешное функционирование рынков капитала и дальнейшая активизация инвестиционного процесса. Следует отметить, что согласно украинскому законодательству фондовый рынок и Национальная депозитарная система — фактически тождественные понятия. Поэтому, развивая инфраструктуру отечественных рынков капиталов, мы в результате получим такой фондовый рынок, который сможет обеспечивать прозрачность и эффективность работы всех его участников, в том числе инвесторов и эмитентов.

В рамках данной Программы необходимо усовершенствовать украинское законодательство, унифицировать учет ценных бумаг, их размещение, обращение и реализацию прав, закрепленных этими ценными бумагами. Таким образом, реализация целого ряда программных мер позволит достаточно радикально поменять процедуру «рождения» ценной бумаги, ее «жизни» и «смерти». Уже на первом этапе до конца этого года в Украине появится центральный депозитарий — ключевой институт инфраструктуры фондового рынка, который по определению не является государственным органом, но отвечает за допуск финансовых инструментов на фондовый рынок и обеспечивает их надежное хранение и обращение. К сожалению, эта ключевая новация легко декларируется, но нелегко осуществляется.

Еще одним важным шагом на пути развития отечественных рынков капитала является создание Президентом Украины 19 июля этого года Национального совета по инвестициям и инновациям. Для обеспечения деятельности Нацсовета создано Государственное агентство по инвестициям и инновациям, которому также поручена подготовка предложений Президенту относительно деятельности государственных органов и общественных институтов в сфере инвестиционной деятельности и сопровождение инновационных программ, утвержденных Нацсоветом. С созданием этих структур государство сможет формировать и реализовывать единую инвестиционную и инновационную политику, а также координировать деятельность государственных органов и общественных институтов в этой сфере.

Пристальное внимание Президента Украины и Правительства к вопросам повышения инвестиционной привлекательности национальной экономики позволяет надеяться, что в ближайшее время в Украине будут иметь место серьезные позитивные изменения в работе инфраструктуры рынков капитала, активизации инновационных процессов, существенном улучшении инвестиционного климата в Украине в целом. ■

[1] Цифра уточнена редакцией «Депозитариума» на 6 сентября 2005 г.

Николай Швецов
председатель правления депозитария
«Межрегиональный фондовый союз», Украина

ДЕПОЗИТАРНАЯ СИСТЕМА В УКРАИНЕ

Необходимость создания централизованной системы депозитарного учета ценных бумаг и расчетов по сделкам с ценными бумагами участники украинского фондового рынка осознали в 1995 г. Тогда в Украине заканчивался этап массовой приватизации и была сформирована система учета ценных бумаг, основанная на ведении реестров независимыми регистраторами, явно не соответствовавшая потребностям профессиональных участников фондового рынка. Группа энтузиастов взяла на себя проработку вариантов создания центрального депозитария, определение его функций, организационно-правовой формы, технологий работы и др. В 1996 г. основные моменты проекта были проработаны, определился примерный состав учредителей, готовых вложить деньги в создание депозитария. В марте 1997 г. группой банков и крупных торговцев ценными бумагами был создан депозитарий «Межрегиональный фондовый союз» (МФС). Важно, что проект был поддержан Национальным банком Украины, выступившим одним из учредителей депозитария. В это же время в Верховной Раде с трудностями проходил процесс принятия закона Украины «О национальной депозитарной системе и особенностях обращения ценных бумаг в Украине» (далее — Закон). Депозитарий МФС был создан раньше, чем был принят закон, и тем не менее полностью ему соответствует. И участники рынка, и регуляторы были уверены, что создают центральный депозитарий. Однако в принятом в конце 1997 г. Законе депутаты предусмотрели бюджетное финансирование развития национальной депозитарной системы. Таким образом, в 1999 г. в Украине возникло юридическое лицо, на 90% принадлежащее государству, под названием «Национальный депозитарий Украины», которому еще предстояло найти свою нишу в инфраструктуре рынка ценных бумаг.

Между тем депозитарий МФС и депозитарная система развивались как усилиями участников рынка, так и при поддержке международных донорских организаций. В настоящее время можно говорить о существовании в Украине централизованной депозитарной системы с центральным депозитарием де-факто, но без соответствующей вывески.

СТРУКТУРА ДЕПОЗИТАРИЯ МФС

Согласно закону депозитарий МФС — открытое акционерное общество со стандартной вертикалью управления: собрание акционеров — наблюдательный совет — правление. Сегодня насчитывается около 100 акционеров депозитария. Наблюдательный совет состоит из 10 представителей акционеров. Правление избирается наблюдательным советом. Уставом МФС предусмотрен также нестандартный представительный орган — совет участников, который выполняет некоторые функции, присущие саморегулируемой организации. Это орган совещательный, тем не менее, например, изменения тарифов депозитария принимаются наблюдательным советом только после их обсуждения и утверждения советом участников.

ФУНКЦИИ ДЕПОЗИТАРИЯ МФС

Основные функции депозитария МФС традиционны для центрального депозитария.

Во-первых, обеспечение централизованного учета корпоративных и муниципальных ценных бумаг в двухуровневой депозитарной системе. В этой системе депозитарные активы МФС формируются на основании либо глобальных сертификатов бездокументарных выпусков ценных бумаг, либо так называемых «свидетельств об обездвижении» — документов регистратора, подтверждающих наличие определенного количества ценных бумаг на счете депозитария МФС как номинального держателя в реестре. Депозитарий обеспечивает учет ценных бумаг на обобщенных счетах хранителей, разделяя собственные бумаги хранителей и бумаги, принадлежащие их клиентам. Обобщенный счет хранителя в депозитарии соответствует активу хранителя, который в свою очередь обеспечивает учет этих бумаг на счетах, открываемых собственникам. Согласно закону подтверждением права собственности на бездокументарные и обездвиженные документарные ценные бумаги является запись по счету собственника, открытому у хранителя.

Во-вторых, это обеспечение обращения ценных бумаг как на организованном, так и на неорганизованном рынках, в режиме не только свободной поставки, но и поставки против платежа. В последнем случае денежное урегулирование осуществляется через специальный денежный счет депозитария МФС в Национальном банке Украины.

Кроме двух основных функций, депозитарий МФС выполняет множество дополнительных, а именно:

- выплата доходов по ценным бумагам;
- обеспечение залога ценных бумаг под операции рефинансирования коммерческих банков Национальным банком и под операции межбанковского кредитования;
- формирование учетных реестров собственников ценных бумаг по запросам эмитентов и государственных органов, имеющих право на получение такой информации;
- передача хранителям получаемой депозитарием информации о корпоративных событиях у эмитентов для после-

дующей передачи этой информации клиентам хранителей;

- разработка и совершенствование программного обеспечения депозитарной системы как для самого депозитария, так и для хранителей, а в последнее время и для регистраторов;

- обеспечение электронного документооборота;

- выполнение функций администратора системы криптозащиты электронного документооборота.

Что касается традиционной для центрального депозитария функции установления корреспондентских отношений с иностранными депозитариями, то она фактически заблокирована Комиссией по ценным бумагам Украины (далее — Комиссия). Закон утверждает, что к исключительным функциям Национального депозитария относится «***установление отношений и налаживание постоянного взаимодействия с депозитарными учреждениями других стран, заключение как двусторонних, так и многосторонних соглашений о прямом членстве или корреспондентских отношениях для обслуживания международных операций с ценными бумагами участников Национальной депозитарной системы, контроль за их корреспондентскими отношениями с депозитарными учреждениями других стран***». Из приведенной цитаты следует, что коль НДУ должен осуществлять контроль корреспондентских отношений депозитария МФС с депозитарными учреждениями других стран, то, очевидно, депозитарий МФС должен иметь право устанавливать такие отношения. Однако Комиссия своим решением наделила таким правом исключительно НДУ, несмотря на то что МФС может и технологически готов устанавливать корреспондентские отношения (и такие предложения не раз поступали в МФС как от его клиентов, так и от иностранных депозитарных учреждений).

КЛИЕНТЫ ДЕПОЗИТАРИЯ МФС

Согласно закону основные клиенты депозитария делятся на три основные группы.

Первая группа — эмитенты, решившие выпускать ценные бумаги в бездокументарной форме. Для таких выпусков ценных бумаг депозитарий выполняет функции регистратора в части исполнения запросов эмитента на формирование реестра владельцев ценных бумаг и предоставления этой информации эмитенту. Взаимодействие с такими эмитентами определяется типовым договором об обслуживании эмиссии. Общее количество таких выпусков в МФС составляет около 1500. В основном это выпуски акций новых компаний, а также практически все выпуски корпоративных и муниципальных облигаций.

Вторая группа клиентов — это хранители-банки и торговцы ценными бумагами, получившие специальную лицензию хранителя в Комиссии. На сегодняшний день в Украине насчитывается 162 хранителя. Все они являются клиентами депозитария МФС. Депозитарий открывает хранителям счета и учитывает на них ценные бумаги, находящиеся на обслуживании у хранителей.

Третья группа — депозитарные учреждения, для которых депозитарий открывает корреспондентские счета. Пока таких клиентов у депозитария МФС нет по причине, описанной в предыдущем разделе.

Тарифы депозитария для эмитентов и хранителей стандартны, они утверждаются наблюдательным советом.

ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ТЕХНОЛОГИИ

Основной задачей при создании МФС была разработка программного обеспечения для депозитарной деятельности как для депозитария, так и для его основных клиентов — хранителей. И эта задача выполнена. Создано и постоянно развивается программно-техническое обеспечение системы электронных расчетов по ценным бумагам, устанавливаемое в депозитарии МФС и у хранителей — участников депозитарной системы. Электронный документооборот полностью обеспечен криптографической защитой информации. Помимо МФС и хранителей, участниками электронного документооборота являются Национальный банк Украины, организаторы торговли (биржи и торговая система ПФТС), а также некоторые регистраторы.

В 1999 г. МФС стал членом *S.W.I.F.T.* Однако процесс внедрения системы *S.W.I.F.T.* приостановлен после того, как Комиссия запретила МФС устанавливать корреспондентские отношения с иностранными депозитариями. Реализованная к тому времени система электронного документооборота с использованием средств криптозащиты вполне подходила для внутренних нужд по скорости, надежности и, главное, по стоимости.

НЕМНОГО ЦИФР

Общий объем ценных бумаг, учитываемых в депозитарии МФС, — более 67 млрд грн по номинальной стоимости, что составляет около половины всех ценных бумаг, выпущенных в Украине (другая половина либо обслуживается исключительно регистраторами, либо номинальными держателями по ним являются хранители).

Общее количество выпусков ценных бумаг, которые в том или ином объеме учитываются в депозитарии МФС, составляет примерно 5000. Из них 1500 — бездокументарные выпуски, обращение которых возможно только в депозитарной системе, остальные 3500 — документарные выпуски, по которым депозитарий МФС является номинальным держателем того или иного пакета ценных бумаг. Динамика операций обездвижения и материализации показывает, что объемы первых операций стабильно превышают объемы последних.

Общее количество операций с ценными бумагами по счетам хранителей в МФС в среднем составляет около 2500 в месяц, а средняя суммарная номинальная стоимость — 3 млрд грн в месяц.

За 7 мес. этого года МФС сформировал и предоставил более 4000 учетных реестров собственников ценных бумаг по запросам регистраторов, эмитентов и органов государственной власти.

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Есть ряд проблем, требующих вмешательства регуляторов, в том числе и на законодательном уровне:

1. Серьезно сдерживает развитие депозитарной системы деление ценных бумаг на документарные и бездокументарные, что в свою очередь препятствует интеграции имеющихся двух различных систем учета — депозитарной и регистраторской. Именно во взаимодействии этих систем учета кроются основные проблемы как учета, так и реализации прав собственности на ценные бумаги.

2. Существенно усложняет возможные схемы проведения денежных расчетов по сделкам с ценными бумагами отсутствие права депозитария открывать денежные счета торговцам ценными бумагами.

3. Сегодня депозитарий МФС практически отстранен от урегулирования сделок с участием нерезидентов, по которым расчеты осуществляются в иностранной валюте.

4. Создание государством второго депозитария (НДУ) серьезно сдерживает развитие депозитария МФС и всей депозитарной системы Украины. Перед участниками рынка постоянно встает вопрос: стоит ли вкладывать серьезные средства в развитие депозитария МФС, когда государство вкладывает бюджетные средства в НДУ?

Сегодня надежды на решение указанных проблем связаны с разработкой проекта новой редакции Закона о Национальной депозитарной системе. ■

Борис Черкасский
руководитель рабочей группы
«корреспондентские отношения»
Ассоциации центральных депозитариев Евразии

О ПОДГОТОВКЕ ДОКЛАДА «КОРРЕСПОНДЕНТСКИЕ СЧЕТА ДЕПО НЕРЕЗИДЕНТОВ В ДЕПОЗИТАРИЯХ АЦДЕ»

Подготовка доклада «Корреспондентские счета депо нерезидентов в депозитариях АЦДЕ» была поручена рабочей группе «Корреспондентские отношения» (далее — Группа) в соответствии с решением Первой (учредительной) конференции Ассоциации центральных депозитариев Евразии[1]. В качестве задач, поставленных перед Группой, в решениях Конференции были определены: анализ ситуации в области корреспондентских отношений с депозитариями-нерезидентами в каждой из стран Ассоциации, а также выявление проблем, которые должны быть решены для обеспечения возможности установления корреспондентских отношений.

Для выполнения этих задач в феврале 2005 года был подготовлен и разослан участникам Группы перечень вопросов. По мере получения и анализа ответов, как правило, возникали дополнительные вопросы, ответы на которые также готовили участники Группы. Этот этап работы был закончен в июне 2005 года. Материалы, присланные участниками Группы, и выводы, полученные на основании анализа этих материалов, стали основой для написания доклада. Работа над текстом доклада началась в июле 2005 года.

ИНТЕГРАЦИЯ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ — ВЫЗОВ ВРЕМЕНИ

Создание инфраструктуры рынков ценных бумаг наших стран нельзя считать завершенным. Процессы ее модернизации продолжают идти во всех странах — участницах АЦДЕ, отражая потребности рынка. Фондовые рынки наших стран находятся на разных стадиях развития, хотя все они без исключения могут быть отнесены к категории «развивающихся». Начальный этап создания инфраструктуры рынков ценных бумаг проходил в каждой стране автономно. В результате Учетные системы получились во многом различными. Нам необходимо начать работу по гармонизации законодательства наших стран, регламентирующего рынки ценных бумаг, а также прилагать усилия по стандартизации Учетных систем. Однако этот процесс, даже если начнется сегодня[2], будет длительным, тогда как логика экономического развития требует уже сейчас более решительных шагов.

Консолидация фондовых рынков требует интеграции депозитарных систем. В мире существуют различные модели взаимодействия депозитариев для обеспечения трансграничной торговли ценными бумагами. В последние годы процессы интеграции развитых фондовых рынков и их инфраструктурных организаций начинают идти все более интенсивно. Последний доклад Группы тридцати[3] посвящен проблемам глобализации рынков ценных бумаг и построению «глобальной

[1] Протокол №1 от 22.12.2004 рабочего заседания Первой (учредительной) конференции Ассоциации центральных депозитариев Евразии.
[2] Фактически эта работа еще не началась, оставаясь до сих пор на уровне «благих намерений».
[3] G30 «*Global Clearing and Settlement. A Plan of Action*», *Washington DC*, 2003.

инфраструктуры», обеспечивающей недорогое и эффективное исполнение трансграничных сделок.

БАЗОВАЯ МОДЕЛЬ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДЕПОЗИТАРНЫХ СИСТЕМ

Базовой моделью взаимодействия центральных депозитариев, обеспечивающей трансграничные операции, являются парные связи, основанные на взаимном открытии корреспондентских счетов депо. Представляется, что на сегодняшнем этапе именно такая модель взаимодействия центральных депозитариев является оптимальной. Она дает возможность реализовать все необходимые операции, позволяя избежать при этом создания наднациональных органов, не вторгаясь в сферу национальной компетенции и способствуя развитию национальных институтов фондового рынка.

Реализация даже такой простейшей схемы взаимодействия депозитариев требует определенного уровня развития фондовых рынков: юридической базы, стандартов депозитарного обслуживания, уровня программного и телекоммуникационного обеспечения. Целью доклада является описание состояния правовой и организационной ситуации, связанной с открытием корреспондентских счетов. Необходимо признать, что в настоящее время наши депозитарии еще не готовы к тому, чтобы быстро наладить взаимодействие между собой. Поскольку становление рынков наших стран проходило автономно, то в такой непростой области, как взаимодействие с иностранными депозитариями, результаты получились различными. Иногда это запрет, а чаще всего неурегулированность, то есть ситуация, когда на большинство возникающих вопросов существующая нормативная база не дает ответов. Следствием этого являются опасения, что при открытии корреспондентских счетов могут возникнуть трудности и препятствия. А это, в свою очередь, тормозит процесс принятия решений. Одной из задач Доклада является подготовка предложений для регулирующих органов наших стран с целью устранения явных и неявных препятствий, чтобы процесс открытия корреспондентских счетов встречал бы как можно меньше барьеров.

НАШИ РЫНКИ РАЗВИВАЛИСЬ ПОРОЗНЬ. И ЭТО ПЛОХО

На начальном этапе наши рынки ценных бумаг создавались так, как будто соседних стран не существует. То есть инфраструктура была рассчитана исключительно на обслуживание рынка своей страны, а «интерфейсы» с соседними рынками не предусматривались. Видимо, неявно предполагалось, что сначала надо построить «свой дом», и только потом начать смотреть, как он расположен по отношениям к другим. В итоге получилось не очень хорошо. Соответствующие правила и процедуры в наших странах местами противоречивы, а по большей части не прописаны вообще. Более того, даже некоторые базовые термины оказались различными. Надо как можно скорее переходить к следующему этапу — координированному развитию рынков ценных бумаг. Следует признать правоту авторов последнего доклада Группы тридцати, что содержанием современного этапа развития фондовых рынков является снижение, а впоследствии и устранение барьеров на путях трансграничной торговли. Странам нашего региона надо двигаться в этом направлении, постепенно сокращая отставание от ведущих фондовых рынков.

ЧЕГО НАДО ОСТЕРЕГАТЬСЯ ПРИ ИНТЕГРАЦИИ

Глобализация — процесс деликатный. Наши страны находятся на разных стадиях экономического и политического развития. Рынки ценных бумаг в значительной мере повторяют траектории своих стран. Полный отказ от учета национальных особенностей и «силовое» навязывание всем единой модели может привести к результатам, противоположным задуманным. Нам надо интегрироваться и объединяться, но не форсируя этот процесс и не навязывая всем рынкам абсолютно одинаковую модель без учета реального уровня развития политико-экономической системы, потребностей и возможностей каждой страны. Каждое государство должно сохранить суверенное управление своим рынком ценных бумаг. На настоящем этапе представляется излишним создание межгосударственных инфраструктурных организаций. Основным содержанием кооперации должно стать создание общих правил, стандартов и технологий. А скорость и время перехода к исполнению этих документов каждая страна определит сама.

Также важно избежать попыток доминирования какой-либо страны в процессе будущей интеграции фондовых рынков. Несмотря на разные уровни развития рынков ценных бумаг государств, участвующих в процессах интеграции, должны соблюдаться принципы равенства сторон при обсуждении и решении всех вопросов. Интересы каждого государства и участников его рынка должны быть тщательно рассмотрены, проанализированы и учтены вне зависимости от доли, занимаемой этим рынком. Каждая страна должна быть уверена, что ее интересы будут приняты во внимание. Вместе с тем, поиск устраивающих всех решений не должен тормозить интеграционные процессы. Только объединившись, наши рынки могут претендовать на самостоятельную роль в мировой фондовой системе. В противном случае, как отметил на IV международной конференций по вопросам взаимодействия центральных депозитариев стран СНГ представитель агентства *Thomas Murray*: «Вас поглотят по одиночке!». Если мы не хотим, чтобы это произошло, то обязаны повышать эффективность инфраструктуры, снижать стоимость транзакций и помогать друг другу в развитии и подготовке к интеграции рынков.

КАК ИДЕТ РАБОТА НАД ДОКЛАДОМ

Одним из первых шагов на пути к объединению рынков должно стать налаживание корреспондентских отношений между депозитариями — участниками АЦДЕ. Написание Доклада — это один из первых шагов в подготовке такого взаимодействия.

Доклад должен содержать пять разделов. В первом разделе «Корреспондентские счета депо нерезидентов в странах АЦДЕ» будет приведено описание понятия «корреспондентский счет». Сформулированы вопросы, ответы на которые послужили основой доклада. Изложены основные особенности открытия и ведения корреспондентских счетов нерезидентов и регулирования связанных с этим проблем в наших странах.

Во втором разделе «Выводы и рекомендации» будут изложены предложения, реализация которых позволила бы улучшить регулирование рассматриваемых вопросов и упростила бы взаимное открытие корреспондентских счетов участникам Ассоциации.

В третьем разделе «Глоссарий» планируется привести термины, относящиеся к депозитарной деятельности и выполнить сравнительный анализ обозначаемых ими понятий.

Четвертый раздел «Нормативные документы» должен содержать перечень нормативных документов, регламентирующих открытие и ведение корреспондентских счетов, и краткие комментарии к этим документам.

В пятом разделе «Отчет» будет размещена информация о работе группы «Корреспондентские отношения». ■

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

II Международная конференция Ассоциации центральных депозитариев Евразии

«Взаимодействие центральных депозитариев СНГ: проблемы и перспективы»

5 октября 2005 г.,
Москва, Гостиница Рэдиссон Славянская, пл. Европы, 2

Организатором конференции выступает Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр», соорганизаторы — Московская межбанковская валютная биржа и Закрытое Акционерное Общество «Депозитарно-Клиринговая Компания».

В конференции примут участие представители центральных депозитариев стран СНГ – Национального депозитария Украины, Центрального депозитария Узбекистана, Республиканского центрального депозитария ценных бумаг Республики Беларусь, Центрального депозитария Казахстана, Национального депозитарного центра Азербайджана, Центрального депозитария Киргизии, Центрального депозитария ценных бумаг Грузии.

На конференции выступят представители центрального депозитария Кореи, SWIFT, Clearstream Banking и руководители крупнейших депозитариев и торговых площадок России – НДЦ, ДКК, ММВБ.

В рамках конференции предполагается обсуждение конкретных вопросов взаимодействия депозитариев стран — участниц АЦДЕ, в частности, возможности открытия и использования корреспондентских счетов, а также путей развития депозитарных систем стран — участниц АЦДЕ и возможностей для их интеграции.

Рабочие языки конференции – русский и английский (синхронный перевод).

Желающих принять участие в конференции просим обращаться в НДЦ по тел. +7 (095) 232-05-13 или по эл. почте pr@ndc.ru.
Дополнительная информация о конференции размещена на сайте НДЦ www.ndc.ru.

Конференция «Российский облигационный Конгресс – 2005»

8–9 декабря 2005 г.,
Санкт-Петербург, гост. Пулковская, площадь Победы, 1

Российский облигационный Конгресс — это третья ежегодная конференция, проводимая Cbonds и посвященная рынку облигаций в России.

Конференция рассчитана на представителей банков, инвестиционных институтов, эмитентов, институциональных инвесторов, представителей федеральных и местных органов власти. Официальные языки конференции — русский и английский (синхронный перевод).

Ожидается присутствие около 450 участников из Москвы, Санкт-Петербурга, регионов России. Организаторы рассчитывают на участие представителей рынка облигаций из Украины, Белоруссии, Казахстана, Узбекистана, а также из Великобритании, США, европейских стран.

Официальный сайт конференции: **http://cbonds.info/bondcongress/spb2005**
Информация о Конгрессе, условия участия, регистрация, контактная информация, гостиницы, условия спонсорства и партнерства.

За дополнительной информацией можно обратиться к Виссер Ольге — начальнику отдела конференций Cbonds (812) 324-56-49, **visser@cbonds.info.**

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум