(32) 2005

№10

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум

ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ УЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ НА БЛИЖАЙШУЮ ПЕРСПЕКТИВУ стр 6

ПЕРЕХОД С БУМАЖНОГО НА ЭЛЕКТРОННЫЙ ДОКУМЕНТ. К ЧЕМУ ГОТОВИТЬСЯ? стр 8

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ КАЗАХСТАНА И РОССИИ стр 13

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

СОДЕРЖАНИЕ

3	**АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА** Электронный документооборот — наше общее будущее	Ответственный редактор журнала «Депозитариум» **Наталья Калашникова**
6	**РЫНОК И ПРАВО** Цели и задачи учетной системы на ближайшую перспективу	советник Управления регулирования деятельности профессиональных участников и инфраструктурных организаций на финансовом рынке ФСФР России **Алексей Львов**
8	**ЭДО** Переход с бумажного на электронный документ. К чему готовиться?	Первый заместитель Генерального директора ЗАО «ИРКОЛ», Председатель комитета стандартизации и технологического развития инфраструктуры РЦБ ПАРТАД, Член Экспертного Совета по корпоративному управлению при ФСФР РФ **Максим Мурашов**
10	Договорные отношения между регистраторами и номинальными держателями: плюсы и минусы	начальник отдела инновационных проектов Управления по работе с клиентами ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» **Екатерина Колдашова**
12	Перспективы развития программного обеспечения с учетом потребностей пользователей. Разработка и опыт эксплуатации системы электронного документооборота	Генеральный директор ЗАО «Ведение реестров компаний» **Сергей Лаппо**
13	**МЕЖДЕПОЗИТАРНОЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ** Актуальные вопросы взаимодействия фондовых рынков Казахстана и России	Заместитель Председателя Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций **Елена Бахмутова**
18	**АЦДЕ: ОТ ПЕРВОГО ЛИЦА** Роль рынка ценных бумаг в экономике Азербайджана	Интервью с Первым заместителем председателя Государственного комитета по Ценным Бумгам Азербайджана **Гюндузом Маммадовым**
20	**АЦДЕ: ОБЗОР РЫНКА** Особенности создания и функционирования расчетно-учетной системы рынка ценных бумаг Грузии	Генеральный директор АО «Центральный депозитарий ценных бумаг Грузии» **Гизо Санадзе**
25	**МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ** Особенности инфраструктуры российского рынка. Совместная работа над ее улучшением	менеджер департамента рынков Центральной и Восточной Европы компании «Клирстрим» **Андреа Транквилини**

Депозитариум
№ 10 (32) 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»
20 (299) **октябрь** 2005

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

ЭЛЕКТРОННЫЙ ДОКУМЕНТООБОРОТ — НАШЕ ОБЩЕЕ БУДУЩЕЕ

Наталья Калашникова
Ответственный редактор
журнала «Депозитариум»

Введение системы электронного документооборота на российском фондовом рынке такая же неизбежная вещь, как смерть и налоги в Америке (если верить известной поговорке). Каким еще может быть документооборот, если акции давно уже выпускаются в бездокументарной форме? Другой вопрос, что дело это, во-первых, недостаточно отрегулированное в нормативно-правовом плане, во-вторых, требует определенных затрат, особенно на первом этапе.

То, что электронный документооборот — это автоматизация процессов и облегчение жизни тружеников учетного фронта (уменьшение доли ручного труда в производстве всегда считалось благом), в общем и целом понятно.

Но что такое электронный документ как объект? Это файл или запись в базе данных в принятой в компьютерном мире двоичной логике, т. е. двоичный вектор. Цифровая подпись — это тоже двоичный вектор, который является функцией исходного вектора-документа и закрытого ключа подписи. И все это должно соответствовать определенным форматам. Зачем? А затем, чтобы однозначно (!) интерпретировать смысловую нагрузку. Специалисты от столь приблизительного, уровня «на пальцах», определения упали бы в обморок, если бы не были в большинстве своем крепкими мужчинами с ясным умом, хорошим образованием и здоровой психикой. Последний момент — здоровая психика — немаловажен, поскольку натура впечатлительная и неустойчивая просто не в состоянии оценить и понять такое масштабное и совершенно нематериальное образование, как электронный документооборот, при этом отражающее движение совершенно материальных активов, являющихся базисом, основой государственного устройства (если верить Марксу).

Электронный документ как таковой — не тема сегодняшнего номера журнала и тем более данной статьи. «Лирическое отступление» понадобилось, чтобы признать, что ясным пониманием того, что такое электронный документооборот по сути, обладают очень немногие. И именно этим фактом большей частью вызваны проблемы, мешающие полноценному внедрению и функционированию ЭДО. В первую очередь, это проблемы нормативно-правового регулирования. А во вторую очередь, следует признать, — страхи тех, кому с этим электронным документооборотом работать, страхи, которые в нашей сфере принято называть рисками. Не исключено (и многие это признают), что электронный документооборот ведет не столько к уменьшению рисков, сколько к их перераспределению.

Но, как и налоги в Америке, электронный документооборот как основа функционирования инфраструктуры российского фондового рынка неизбежен и, нет уже смысла спорить, необходим.

Как говорит заместитель директора НДЦ Денис Соловьев, «*развитие ЭДО для российского рынка — это хорошая инвестиция в будущее*». Если рынок сейчас не примет на себя эти дополнительные расходы, в будущем он может оказаться в проигрыше.

Проблемы электронного документооборота — не единственные проблемы в отрасли. Но опыт показывает, что без обсуждения этих проблем не обходится ни одна встреча участников рынка (его инфраструктуры).

КРУГЛЫЙ СТОЛ

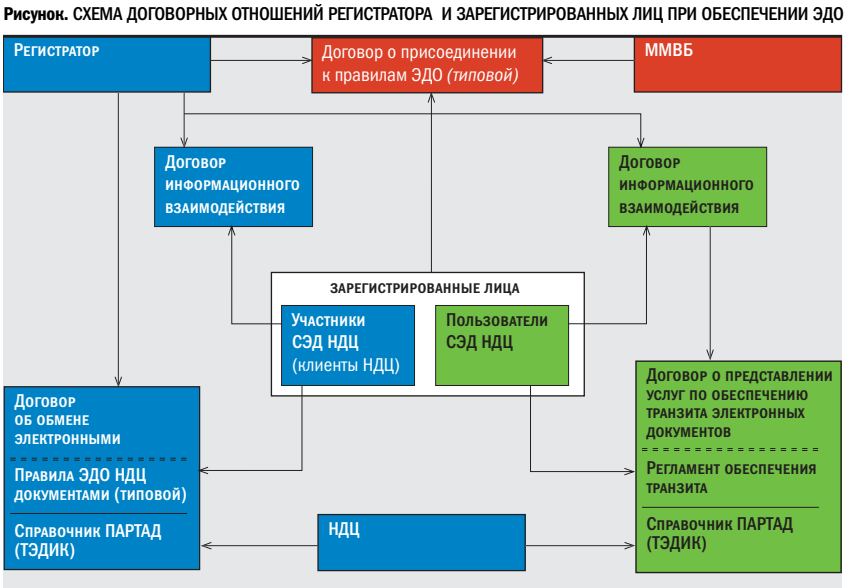
К дискуссии об электронном документообороте в итоге пришли и участники Круглого стола «Повышение эффективности взаимодействия участников учетной системы», прошедшего 14 сентября в Национальном депозитарном центре и посвященного вопросам развития отношений между основными учетными институтами фондового рынка — регистраторами и депозитариями.

На Круглом столе выступили представители ФСФР России, ведущих регистраторов и НДЦ. Были рассмотрены перспективы развития как учетной системы в целом, так и ее основных элементов. Представители ФСФР России сделали ак-

цент на вопросах контроля деятельности профессиональных участников, в том числе обрисовали типичные нарушения и проблемы во взаимоотношениях регистраторов и зарегистрированных лиц.

Но основным предметом обсуждения стали особенности перехода с бумажного на электронный документооборот, договорные отношения между регистраторами и номинальными держателями, взаимодействие регистраторов и зарегистрированных лиц с использованием ЭДО.

Рисунок. СХЕМА ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЙ РЕГИСТРАТОРА И ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ ЛИЦ ПРИ ОБЕСПЕЧЕНИИ ЭДО



Примечания: 1. В Договоре информационного взаимодействия Регистратора с зарегистрированными лицами дается ссылка на технологию транзита и форматы документов, определенные в договорах, заключенных каждой из Сторон с НДЦ.
2. Используемый способ отправки транзитных электронных документов — только «закрытый конверт».
3. **ТЭДИК** — транзитный электронный документ с идентификационным кодом, формат которого тем или иным образом определяется в Правилах электронного документооборота НДЦ (Регламенте обеспечения транзита).

В открытой дискуссии по вопросам электронного документооборота приняли участие представители ЗАО «Единый регистратор», ОАО «Регистратор «Р.О.С.Т.», ЗАО «ИРКОЛ», ЗАО «ВРК», ОАО «Реестр», ЗАО «Статус», ЗАО «СР-ДРАГа», ЗАО «М-Реестр», ЗАО «НРК», ОАО «ОРК» и других регистраторов. Особое внимание участники Круглого стола уделили вопросам применения и перспективам развития технологии ЭДО. Были освещены как возможные трудности переходного периода, так и несомненные преимущества электронного документооборота.

НДЦ представил транзитную схему взаимодействия, которая позволяет использовать систему электронного документооборота НДЦ для обмена электронными документами между регистраторами и зарегистрированными в реестре лицами, как являющимися, так и не являющимися депонентами НДЦ. Транзитная схема уже реализована во взаимоотношениях между крупными инвестиционными компаниями и ОАО «Регистратор "НИКойл"» по операциям в реестрах акционерных обществ, ведение которых осуществляет регистратор.

Открытая дискуссия показала готовность учетной системы рынка ценных бумаг к внедрению современных технологий и новых услуг. Перспективность замены бумажных документов на электронные никем не ставится под сомнение, прежде всего из-за экономии времени на подготовку и отправку таких документов. Еще одним аргументом является удобство хранения, так как объемы бумажного и электронного архивов несопоставимы.

Депозитариям от регистраторов нужны, как сказал в своем выступлении Шамиль Мангутов, управляющий филиала «Московский» ЗАО «Единый регистратор», определенный набор информации и скорость исполнения поручений, чему внедряемые технологии напрямую содействуют. Для организовавшего встречу НДЦ система электронного документооборота, которую он активно продвигает, по словам директора НДЦ Николая Егорова, *«не предмет бизнеса, а деятельность по повышению эффективности и прозрачности всей инфраструктуры фондового рынка»*.

ТРАНЗИТНАЯ СХЕМА ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ[1]

Развивая свою систему электронного документооборота (СЭД), НДЦ в первую очередь ориентировался на расширение и улучшение сервисных качеств системы для своих клиентов. Транзитный сервис, когда одни участники системы, используя транзитные свойства СЭД НДЦ, могут передавать электронные документы другим участникам, создавался для обеспечения внебиржевых сделок. Но со временем стало ясно, что он может использоваться и вообще при организации информационного взаимодействия одного участника с другим участником через систему электронного документооборота НДЦ. Выделенное синим цветом на рисунке и есть элемент системы, который развивался как сервисная часть системы электронного документооборота для клиентов НДЦ. Здесь участники СЭД НДЦ — это клиенты НДЦ.

Безусловно, этот сервис может быть использован и для взаимодействия депонента в том числе с регистратором. И в Правила ЭДО НДЦ были добавлены некоторые сервисные функции, которые, собственно, нормативно и обеспечивают этот сервис — взаимодействие регистратора с участником — депонентом НДЦ.

При организации электронного взаимодействия регистраторы и зарегистрированные лица заключают с ММВБ как центром управления сертификатами договор о присоединении к правилам ЭДО ММВБ.

Договор информационного взаимодействия между регистратором и зарегистрированным лицом должен включать ссылки на договор об обмене электронными документами, заключаемый каждой из сторон с НДЦ, неотъемлемой частью которого являются Правила ЭДО НДЦ и соответствующие форматы ПАРТАД. Такая договорная схема позволяет организовать электронное взаимодействие транзитом через НДЦ между регистратором и зарегистрированным лицом — участником СЭД (клиентом) НДЦ.

По мере развития системы появилась необходимость предоставить возможность регистратору задействовать «полную группу событий» из числа зарегистрированных лиц — не только участников СЭД НДЦ, но и тех неклиентов НДЦ, которые системой электронного документооборота НДЦ не пользуются и договор об обмене электронными документами с НДЦ не заключают (см. зеленую часть рисунка).

[1] Глава подготовлена на основе доклада руководителя службы нормативно-технологического обеспечения электронного документооборота НДЦ Юрия Чеботарева на Круглом столе «Повышение эффективности взаимодействия участников учетной системы», организованном Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Фондом «Институт фондового рынка и управления» 14 сентября 2005 г.

Был разработан типовой договор о предоставлении услуг по обеспечению транзита электронных документов, который может заключить с НДЦ, в принципе, любое юридическое лицо, получая доступ к системе электронного документооборота НДЦ, в частности к его транзитному сервису. Этот договор включает Регламент обеспечения транзита и форматы ПАРТАД. Регистратор заключает договор информационного взаимодействия с этим зарегистрированным лицом, которое является пользователем (в отличие от участника) СЭД НДЦ. Таким образом, при доброй воле регистратора его взаимодействие с любым зарегистрированным лицом может быть организовано транзитом через систему электронного документооборота НДЦ независимо от того, является это лицо депонентом НДЦ или нет.

При транзите документов используется схема «закрытого конверта», при которой транзитные документы шифруются с использованием закрытых криптоключей получателя, что исключает какой-либо доступ любого третьего лица (включая НДЦ) к передаваемым документам.

ЭДО И РАЗБОР КОНФЛИКТНЫХ СИТУАЦИЙ

Очень важный момент, интересующий всех, — ЭДО и разбор конфликтных ситуаций. По мнению Юрия Чеботарева, сложность технологии этого вопроса преувеличивается. Разбор конфликтных ситуаций, разрешение споров возникает в соответствии с гражданским законодательством по тем отношениям, которые существуют и определены в договорах.

Когда в ходе разрешения спора возникает документ — носитель информации, вызвавшей спор, вступает в силу процедура определения его целостности и авторства. И если в отношении документа на бумажном носителе проведение экспертизы — процесс довольно сложный, как организационно, так и технически, и включает проведение соответствующих криминалистических экспертиз определения подлинности собственноручной подписи и печати (что сами участники без привлечения специализированных структур сделать не могут), то в отношении электронного документа все существенно упрощается вследствие технологичности самого электронного документа. Определение его целостности и авторства сводится к относительно простым процедурам определения присутствия ЭЦП и ее верности (подлинности). По результатам выполнения процедур определения целостности и авторства спорного документа (независимо от формы его отображения) сторонами составляется соответствующий акт, который, в случае если стороны не приходят к согласию, может рассматриваться как один из аргументов в ходе дальнейшего судебного разбирательства.

Таким образом, разбор конфликтных ситуаций, связанных с электронным документом, является существенно более простой и понятной процедурой, чем разбор конфликта относительно этого же документа на бумажном носителе. Он имеет существенно большие перспективы разрешиться без привлечения Арбитражного суда. ■

ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ УЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ НА БЛИЖАЙШУЮ ПЕРСПЕКТИВУ[1]

Алексей Львов
советник Управления регулирования деятельности профессиональных участников и инфраструктурных организаций на финансовом рынке ФСФР России

В ближайших планах нормотворческой деятельности Федеральной службы по финансовым рынкам предусмотрена работа по созданию положения, регулирующего деятельность регистраторов взамен действующего Постановления ФКЦБ России от 2 октября 1997 г. № 27 «Об утверждении Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг».

Рабочие группы по выработке и внесению изменений в Положение о ведении реестра собирались уже неоднократно, но вопрос так и не был решен. Решение данного вопроса требует **комплексного подхода** к изменению действующей нормативно-правовой базы с учетом детальной проработки необходимых изменений во все нормативные документы, регулирующие деятельность учетной системы на рынке ценных бумаг. А это вопрос не только уровня приказа ФСФР, но и уровня изменений в законодательство о рынке ценных бумаг. Следует уточнить, что все вопросы по изменению действующих нормативных документов будут решаться ФСФР России в соответствии с ее полномочиями, установленными в Положении о Федеральной службе по финансовым рынкам, утвержденном Постановлением Правительства Российской Федерации от 30 июня 2004 г. № 317.

В рамках управления регулирования деятельности профессиональных участников и инфраструктурных организаций на финансовом рынке вырабатывается **общая концепция изменений**, которые необходимо внести в положение, регулирующее деятельность регистраторов.

На мой взгляд, представляется нужным также учесть (дополнительно проработать) в новом документе, регулирующем деятельность регистраторов, следующие моменты (эти вопросы часто задаются в запросах, направленных в адрес ФСФР России):

1. Вопрос отражения взаимодействия регистраторов и эмитентов при ликвидации, банкротствах, реорганизации эмитентов.

Например, может ли эмитент, находящийся в стадии банкротства, менять регистратора? Вправе ли регистратор проводить операции в реестре акционеров, если эмитент находится в стадии банкротства и ведется реестр требований кредиторов? Могут ли вестись разными регистраторами эти реестры?

Далее необходимо уточнить, какие документы являются основанием для проведения операции аннулирования ценных бумаг бывшего эмитента при присоединении, выделении обществ?

И общая проблема всех институтов учетной системы, решение которой лежит больше в правовой плоскости, — эмитент ликвидирован, реестр акционеров закрыт. Однако законодательством не предусмотрено принятие решения об аннулировании государственной регистрации выпусков ценных бумаг, и они продолжают учитываться как действующие. Как необходимо поступать регистраторам и депозитариям?

2. Следующий круг вопросов, требующих глубокой нормативной и правовой проработки, — это **вопросы доверительного управления ценными бумагами**. Точнее, разграничения понятий самого управления ценными бумагами и управления правами по ценным бумагам, поскольку лицензия не требуется в случае, если доверительное управление связано только с осуществлением управляющим прав по ценным бумагам. Для решения данного вопроса необходимо внести небольшие изменения в ст. 5 Закона «О рынке ценных бумаг».

3. Взаимодействие регистратора и нотариусов при открытии наследства, проведении нотариальных действий.

Например, можно или запрещено провести операцию блокирования лице-

[1] На основе доклада на Круглом столе «Повышение эффективности взаимодействия участников учетной системы», организованном Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Фондом «Институт фондового рынка и управления», 14 сентября 2005 г.

вого счета зарегистрированного лица на основании запроса нотариуса? Может ли регистратор предоставить по запросу нотариуса выписку из реестра акционеров?

4. Вопросы о дополнениях в перечень оснований для отказа в проведении операций.

Например, у регистратора нет оснований для отказа в проведении операций в реестре при несоблюдении эмитентом этапов эмиссии ценных бумаг.

Остро необходимо, мне кажется, предусмотреть законодательно, что регистратор обязан отказать зарегистрированному лицу в проведении операций в реестре в случае получения предписания, запрещающего проведение операций в реестре владельцев ценных бумаг.

5. Определенно существуют проблемы по уточнению оснований присвоения ценным бумагам статуса «ценные бумаги неустановленного лица».

Самый насущный вопрос: если в реестре есть только старые данные, удостоверяющие владельца, а именно паспорт гражданина СССР образца 1974 г., то можно ли присвоить такой статус?

Второй по распространенности вопрос, точнее, группа вопросов:

• *Включаются ли в список акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, ценные бумаги, лицевым счетам которых присвоен статус «ценные бумаги неустановленного лица»?*

• *Учитываются ли они при определении кворума общего собрания? Каким образом реализуется право на дивиденды?*

• *При выпуске акций дополнительной эмиссии распространяется ли на неустановленных лиц преимущественное право?*

Все это требует глубокой правовой проработки.

6. Также планируется уточнить **ряд вопросов по раскрытию информации регистратором.**

Например, следует ли регистратору при раскрытии по запросу о процентном соотношении требовать от номинального держателя подтверждения такого требования от владельца акций? Мне кажется, что следует отрегулировать, какую информацию может регистратор предоставить по запросу эмитента (возможна ли передача копий передаточных распоряжений, а также копий документов, предоставляемых юридическими лицами для открытия лицевого счета).

Это только **малая часть вопросов**, для решения которых обращаются в ФСФР, а также подходы к решению которых, на мой взгляд, необходимо прописать в новом нормативном документе.

Регистраторы являются одной из частей учетной системы, и формирование концепции нового постановления, регулирующего деятельность регистраторов, некорректно без внесения соответствующих **изменений в Положение о депозитарной деятельности** в Российской Федерации, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 16 октября 1997 г. № 36.

Следует отметить, что сейчас проводится конкурс, кто будет писать **текст закона о Центральном депозитарии.** Наличие института Центрального депозитария тоже должно наложить отпечаток на действующие и разрабатываемые нормативные документы. По моему мнению, будет правильно, если в этих документах будет предусмотрена возможность наличия и использования **электронного документооборота как основы для взаимодействия участников учетной системы.** Но в этой области также много вопросов, требующих серьезной правовой проработки.

Когда в Федеральной службе по финансовым рынкам будет выработана и согласована концепция нового документа, регулирующего деятельность регистраторов, его текст должен появиться на сайте ФСФР, и после этого мы пригласим всех участников рынка принять участие в его обсуждении. ■

Об изменении тарифов НДЦ

С 1 октября 2005 года Национальным депозитарным **центром снижены тарифы за хранение и учет государственных, муниципальных и корпоративных облигаций на** 5% по всем ступеням регрессивной шкалы, для крупных портфелей (свыше 50 млрд рублей) — на 7%.

Уменьшаются тарифы **для депонентов — расчетных депозитариев** до максимального уровня общей регрессивной шкалы тарифов, действующей в настоящее время для депонентов, не являющихся расчетными депозитариями.

Новые ставки (тарифы) ежемесячной платы за услуги по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги для государственных, муниципальных и корпоративных облигаций, для акций и инструментов, учитываемых в международных депозитариях, утверждены Общим собранием членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» 7 июля 2005 г. Принимая во внимание растущие потребности рынка в качественных и доступных депозитарных услугах, собрание Партнерства приняло решение об уменьшении тарифной нагрузки на клиентов.

Изменение тарифов позволит клиентам Национального депозитарного центра существенно сократить свои расходы, при этом в полной мере пользуясь качественными услугами, отвечающими всем требованиям современного рынка.

Более подробную информацию о деятельности НДЦ можно получить на сайте www.ndc.ru.

Максим Мурашов
Первый заместитель Генерального директора ЗАО «ИРКОЛ»,
Председатель комитета стандартизации и технологического развития инфраструктуры РЦБ ПАРТАД,
Член Экспертного Совета по корпоративному управлению при ФСФР РФ

ПЕРЕХОД С БУМАЖНОГО НА ЭЛЕКТРОННЫЙ ДОКУМЕНТ. К ЧЕМУ ГОТОВИТЬСЯ?[1]

К чему готовиться?
Готовиться, разумеется, надо к худшему.
А настраиваться на лучшее.

Чем глубже погружаешься в вопросы, связанные с электронным документооборотом, тем отчетливее понимаешь, что ЭДО — это особый параллельный мир, которым нельзя чуть-чуть «подзаняться». Если уж ныряешь, то по полной программе, как говорится, с головой. Мир этот большой и многообразный, и именно поэтому не так много людей, которые в электронном документообороте хорошо разбираются. Поэтому не на все вопросы, связанные с ЭДО, можно получить ответ.

Одно дело — локальный полуигрушечный документооборотик между двумя контрагентами. Согласовали форматы данных, определили способ передачи информации — и вперед, работать. Справедливости ради надо отметить, что таких документооборотов подавляющее большинство.

В этом нет ничего страшного, потому что когда объем работы переваливает некоторую критическую массу, выход один — организация автоматизированной обработки информации. И, как показывает мой опыт, организующие ЭДО стороны не слишком заботятся о соблюдении всех норм и нюансов, просто делают на свой страх и риск, и все.

Другое дело, если мы говорим **о полноценной легитимной системе!** Тут придется «заморочиться» по полной программе.

О СИСТЕМЕ

1. Вопросы законодательства

• **Закон об ЭЦП**, который и так не во всем хорош, недостаточно отработан на практике, не всегда имеет действующие механизмы реализации, по имеющейся у меня информации, находится в стадии переработки, и есть существенные силы, которые этот процесс педалируют и лоббируют.

Какие **изменения** мы можем получить? В частности, было озвучено, что можно будет выдать сертификат не на физлицо, как сейчас, а на юрлицо.

Сложно прогнозировать, будет закон лучше или хуже. Ситуация может еще больше запутаться, а может и наоборот. Поживем — увидим.

• Уже продолжительное время идет **согласование Приказа ФСФР об использовании заверенных ЭЦП документов** в документообороте профессиональных участников на рынке ценных бумаг.

Принципиальный момент — **сфера применения приказа.** Варианты были разные. Сначала мы прорабатывали вопрос, как отрегулировать ЭДО регистратора и депозитария. Потом родилась идея более широкой трактовки приказа, распространяющегося на всех профучастников. Но вопросы еще есть. К примеру, пункт о взаимодействии эмитентов с владельцами их ценных бумаг, с акционерами есть, а «депонент—депозитарий» нет.

Отдельный вопрос — **стандарты** документов.

Следующее — **возможность контроля за электронными документами** со стороны ФСФР. Регулятор полагает, что должны быть «читалки» — некий инструмент, который позволил бы запросить документ у

[1] На основе доклада на Круглом столе «Повышение эффективности взаимодействия участников учетной системы», организованном Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Фондом «Институт фондового рынка и управления», 14 сентября 2005 г.

профучастника, получить его в электронном виде, открыть с использованием ЭЦП и при помощи единых средств визуализации его прочитать.

Есть еще вопрос, напрямую не связанный с системами ЭДО, но все же имеющий к ним отношение, — сертификация софта. Регистраторы обязательно пройдут эту процедуру после массового внедрения систем ЭДО, а депозитарии, наверное, по желанию.

Документ (это я о Приказе) сейчас дорабатывается. Прошел ряд встреч, в том числе и с руководством ФСФР. Перспективы, как мне кажется, в этот раз хорошие. Надеюсь, мы при этой жизни увидим Приказ ФСФР об использовании заверенных ЭЦП документов в документообороте профучастников на РЦБ.

2. Корневой удостоверяющий центр. Его отсутствие мешало построению полноценной легитимной системы. Надо отметить, что он все-таки создан в июне 2005 г. и находится в процессе опытной эксплуатации. Создан он на базе НИИ «Восход», одного из немногих уцелевших почтовых ящиков. Но что-то определенное говорить пока сложно — все в процессе.

3. Далее для построения полноценной системы ЭДО надо **разобраться в таких важных понятиях**, как:

- *Центр Удостоверения Сертификатов (ЦУС) электронно-цифровой подписи;*
- *организатор системы электронного документооборота;*
- надо построить *систему мер управления рисками;*
- надо определить *порядок разрешения конфликтов.*

Этим вопросам посвящен документ, который сейчас проходит согласование в рамках ПАРТАД под названием «Руководство по ЭДО с использованием форматов электронного взаимодействия ПАРТАД».

Я бы отметил его образовательную функцию. Как я думаю, он призван помочь регистраторам и депозитариям лучше сориентироваться в различных нюансах, связанных с построением систем ЭДО.

4. Еще один пласт вопросов — вопросы, связанные **с ПО участников ЭДО**.

Этапы:

• Реализация изменений в прикладных системах.

• Пересертификация (для тех, кому положено или кто этого хочет добровольно, но для регистраторов наверняка).

• Затем достаточно трудоемкое внедрение всего этого в жизнь, с одновременным изменением внутренних бизнес-процессов.

Таким образом, если систему рассматривать в совокупности вышеперечисленных факторов, то она представляется достаточно сложной. А чем сложнее система, тем больше разнообразных последствий она вызовет.

ПЕРСПЕКТИВЫ

В случае если все эти действия будут осуществлены, мы получим следующие результаты (которые уже не раз озвучивались):

- новый уровень сервиса для наших клиентов;
- повышение скорости (сроков) проведения операций в реестрах;
- повышение оперативности сбора реестра к корпоративным мероприятиям;
- переход к автоматической, сквозной обработке документов, снижение издержек;
- унификация взаимодействия инфраструктуры, ее постепенное объединение в единую информационную сеть, т. е. технологическое объединение учетной системы.

Однако надо отдавать себе отчет, что повсеместное внедрение ЭДО — это не только сладкое варенье. Наряду с очевидными преимуществами есть и сопутствующие проблемы.

Прежде всего это новые **риски**:

• Надо понимать, что часто решения на основе ЭЦП — это не снижение рисков, а их перераспределение (т. е. были одни, а стали другие).

• С точки зрения аутентификации решения на базе ЭЦП не приводят к существенному улучшению уровня безопасности, поскольку ЭЦП отчуждаема .

• При переходе к ЭДО повышаются требования к планированию непрерывности бизнеса и информационной безопасности. По определению.

• Слабая юридическая база и отсутствие серьезной практики рассмотрения споров — это проблема.

• В стране нет технологий и опыта расследования компьютерных преступлений.

Это те моменты, о которых, конечно же, надо помнить и которые необходимо учитывать, переходя на ЭДО.

Еще надо отметить следующие риски:

• **Региональные отделения ФСФР.**

Это я выделяю как отдельную проблему. Надо признать, что в этой части у нас возможны сложности. И даже если выйдет приказ ФСФР, о котором я говорил выше, то это лишь частично нас обезопасит, обеспечит некий психологический комфорт. Тем, кто общался с проверяющими органами в регионах, суть проблемы более/менее понятна. Я, например, в течение длительного времени объяснял проверяющему, что мой филиал взаимодействует с головной организацией посредством электронных документов. Видел непонимание и чувствовал раздражение проверяющего. И речь шла всего лишь о моих взаимоотношениях с собственным филиалом! А если говорить про взаимоотношения различных юридических лиц!

• **Незаточенность нашей нормативной базы** под автоматизированную обработку входящих электронных документов (нет единых идентификаторов, классификаторов) не позволит в настоящее время получить полный эффект от внедрения решений на базе ЭДО.

• **Рост зависимости от иглы разработчика.** Чем плотнее ЭДО будет входить в нашу жизнь, тем большее место в ней он станет занимать, повысится зависимость от систем ЭДО, зависимость от процессов. Значит, повысится и роль разработчиков софта.

По моей практике, подавляющее большинство профучастников, которые не имеют своего софта, а используют покупной (таких большинство), недовольны своими разработчиками: все неоперативно, все дорого. Есть счастливые исключения, но в критической массе я слышу именно такие отзывы. Этот эффект может только усилиться.

• **Кадры!** Я уже месяц ищу себе сотрудника, который бы выделенно занимался бы спектром проблем, связанных с ЭДО. И что вы думаете? Нет его! Мало таких специалистов! И это серьезная проблема, которая сдерживает более динамичное развитие данного направления.

• **Проблема региональных сетей регистраторов.** Как мне кажется, проблема децентрализованного ведения реестров у многих регистраторов может существенно затруднить процесс повсеместного перехода на ЭДО. Дело в том, и это моя принципиальная позиция, что каждый из участников системы ЭДО должен работать только с одним входом. Его не должно волновать, где физически хранятся в рамках одного регистратора те или иные реестры. Есть единый вход, т. е. все электронные документы поступают по одному адресу, а дальше уже сам регистратор внутри себя должен перенаправить поручение в какой-либо из своих филиалов на обработку. И на это отводится один день. Не густо. Но так будет.

В любом случае другого пути у рынка нет. Думаю, что в скором времени электронный документооборот станет еще и лицензионным требованием. И это нормально. Надеюсь, что совместными усилиями мы процесс полноценной системы запустим. И при этом преимущества перевесят потенциальные проблемы. ■

Екатерина Колдашова
начальник отдела инновационных проектов
Управления по работе с клиентами
ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»

ДОГОВОРНЫЕ ОТНОШЕНИЯ МЕЖДУ РЕГИСТРАТОРАМИ И НОМИНАЛЬНЫМИ ДЕРЖАТЕЛЯМИ: ПЛЮСЫ И МИНУСЫ[1]

Хочется повторить совершенно очевидный факт: у регистраторов и депозитариев есть настоятельная потребность в увеличении объемов и качества взаимодействия. Качество взаимодействия как таковое не вызывает вопросов, так как деятельность регистраторов жестко регламентирована, но мы хотели бы под качеством взаимодействия подразумевать прежде всего сокращение сроков и затрат на коммуникации друг с другом.

Ситуация на рынке отражает тенденцию повышения требовательности клиентов к продуктовому предложению и качеству обслуживания, заставляя регистраторов уделять все большее внимание разработке и продвижению продуктов и услуг с высокой добавленной стоимостью. Клиентами оказывается повышенное внимание к отношениям «регистратор — номинальный держатель», поскольку часть требований клиентов регистратора по информационному сервису находится в этой области.

Это, несомненно, положительная тенденция, но также следует отметить тот факт, что зачастую глубина отношений регистратора с различными клиентами разная и риски проведения операций по разным реестрам у регистратора разные.

Наша компания, осознавая потребность в расширении взаимодействия между регистраторами и депозитариями и учитывая имеющиеся ограничения, решила пойти по пути заключения договоров об оказании услуг между регистратором и номинальным держателем.

Сейчас у нас заключены два договора: с расчетным и кастодиальным депозитариям. Несколько договоров находятся в стадии обсуждения.

Несколько слов о предлагаемой нами схеме отношений.

КАКИЕ МОМЕНТЫ ФОРМАЛИЗОВАНЫ В ДОГОВОРЕ?

Наш относительно небольшой опыт показал, что в большинстве своем клиенты расчетных и кастодиальных депозитариев разные. У этих двух групп депозитариев разная структура доходов и, соответственно, разные потребности в части отношений с регистратором.

По нашему мнению, расчетным депозитариям от регистратора требуется:

- сверка остатков на счетах, справки, выписки, уведомления–он-лайн (в первую очередь обеспечение своей деятельности);
- сервис клиентам по управлению своими пакетами в реестрах (во вторую очередь).

Для кастодиальных депозитариев более важно сокращение времени на проведение транзакций как одно из средств привлечения клиентов.

Видя различные потребности депозитариев, регистратор не может не отреагировать — депозитарию предоставляется пакет услуг, который формируется с учетом индивидуальных потребностей конкретного депозитария.

В рамках договора регистратор предоставляет следующие услуги:

- прием и предварительная экспертиза документов, служащих основанием проведения операций в реестрах владельцев именных ценных бумаг, перечень которых согласован регистратором и депозитарием;
- исполнение операций по счету депозитария в порядке и сроки, определенные Договором (T + 1 или T + 0);
- выдача информации из реестров владельцев именных ценных бумаг (пере-

[1] На основе доклада на Круглом столе «Повышение эффективности взаимодействия участников учетной системы», организованном Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Фондом «Институт фондового рынка и управления», 14 сентября 2005 г.

чень реестров согласован регистратором и депозитарием), в том числе на основании постоянно действующего запроса;

- передача полученных от эмитентов бюллетеней для голосования и других материалов, связанных с корпоративными действиями.

Дополнительно выделяется сотрудник регистратора, который занимается сопровождением договора, также осуществляется оперативная передача информации по оговоренному каналу связи.

Договором определена ответственность сторон, которую они несут в соответствии с действующим законодательством РФ, и предусмотрен порядок урегулирования спорных ситуаций, в соответствии с которым стороны должны использовать все возможности для поиска взаимоприемлемого решения на условиях Договора или иных согласованных условиях.

Представленный порядок взаимодействия позволяет удовлетворить потребности депозитария, однако есть еще один аспект. Все стороны — и регистратор, и депозитарий — заинтересованы в сокращении операционных издержек. И, конечно, логичным шагом на пути к их сокращению будет переход на технологию электронного документооборота (ЭДО). Однако, наряду с несомненными преимуществами ЭДО перед бумажным документооборотом, возникает ряд проблем, связанных с внедрением этой системы в пока еще недостаточно готовый к новым технологиям институт регистраторов.

С КАКИМИ НОВЫМИ ПРОБЛЕМАМИ СТАЛКИВАЕТСЯ РЕГИСТРАТОР, ПЕРЕХОДЯ НА ЭДО?

• Коммуникационные риски — сложность сопряжений технологий и кросс-сертификация.

• Риски, связанные с идентификацией участников — проверкой ЭЦП (электронной цифровой подписи). 2 июля 2005 г. деятельность по выдаче сертификатов ключей электронных цифровых подписей, регистрации владельцев электронных цифровых подписей, оказанию услуг, связанных с использованием электронных цифровых подписей, и подтверждению подлинности электронных цифровых подписей исключена из перечня видов деятельности, на осуществление которых требуются лицензии, что, безусловно, во многом упрощает использование ЭЦП, но, с другой стороны, и увеличивает риски, связанные с ее идентификацией.

• Вопросы, связанные с необходимостью сопряжения технологий (форматы взаимодействия регистратора и депозитария ПАРТАД — очень большой шаг на пути к урегулированию этих вопросов).

• Несовершенство законодательных актов (это можно отметить как одну из самых серьезных проблем).

• Отсутствие судебной практики по рассмотрению споров по электронным документам.

Практическое внедрение ЭДО показывает, что потребности профессиональных участников опережают существующую нормативно-правовую базу и, в настоящее время, кроме договора, нет более детально регулирующего отношения документа.

Само по себе наличие договора помогает оговорить взаимные обязательства, ответственность и порядок урегулирования претензий, тем самым стороны описывают и принимают на себя риски работы по ЭДО. Хорошо проработанный, подробный договор создает больше прозрачности и дает уверенность контрагентам и регуляторам в правильности применяемой технологии.

Мы считаем, что необходимо утверждение со стороны надзорных органов параметров договора и ЭДО в целом. Это позволило бы создать практическую правовую среду, которая снимала бы риски контрагентов. Без правовой основы внедрение в широких масштабах ЭДО невозможно, а потребности в нем растут не только у регистраторов и депозитариев, но и у их контрагентов. У нас сложилось мнение, возможно, несколько смелое, что ФСФР не торопится с активным участием в процессе создания ЭДО, потому что не решен вопрос, как она будут урегулировать возникающие жалобы заинтересованных лиц.

Вернемся к теме «плюсов» и «минусов».

КАК ДОГОВОР ПОМОГАЕТ РЕШИТЬ ЗАДАЧИ, СТОЯЩИЕ ПЕРЕД ДЕПОЗИТАРИЕМ И РЕГИСТРАТОРОМ (ПЛЮСЫ)?

• Удовлетворение потребностей депозитария по срокам исполнения операций и выдачи информации.

• Удовлетворение потребностей регистратора в сборе реестров.

• Снижение затрат депозитария при сопровождении сделок.

• Возможность максимально четко определить порядок проверки ЭЦП, уведомления о доставке и т. д., установить ответственность сторон, порядок рассмотрения споров и компенсации, установленные двухсторонним договором.

• Договор может лучше, чем порядок, определенный законодательством, увязать разные технологии.

КАКИЕ ПРЕПЯТСТВИЯ В ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЯХ?

• Необходимость выстраивать индивидуальные отношения.

• Необходимость тратить деньги на сопровождение договорных отношений.

• Необходимость поддерживать различные технологии.

Хочется отметить **еще один спорный момент — сама возможность существования договорных отношений между регистратором и зарегистрированным лицом (в том числе депозитарием).** Регистратор, в силу своего статуса на рынке, имеет техническую возможность оказания дополнительного сервиса одному зарегистрированному лицу, но тем самым может быть нанесен ущерб другому лицу.

Например, Кодекс корпоративного поведения, рекомендованный к применению ФСФР, гласит, что корпоративное поведение должно обеспечивать высокий уровень деловой этики в отношениях между участниками рынка. Одним из принципов Кодекса корпоративного поведения является равное отношение к акционерам, владеющим равным числом акций одного типа.

Учитывая требования законодательства и рекомендации ФСФР в части соблюдения Кодекса корпоративного поведения, регистратор публично предлагает перечень своих услуг всем зарегистрированным лицам и в дальнейшем обязан предоставлять «озвученные» услуги каждому, пожелавшему ими воспользоваться.

Речь даже не о том, вправе ли регистратор заключать договоры с зарегистрированными лицами, а скорее **об обязательстве регистратора все услуги, которые он оказывает зарегистрированным лицам, продавать в порядке публичной оферты.** Это очень важный момент с точки зрения управления рисками деятельности регистратора.

Однако эта сторона вопроса также недостаточно освещена законодательными и нормативными актами. Важно, чтобы в документах, регламентирующих ЭДО, которые будут приняты, у регистратора оставалась возможность выбора способа взаимодействия с зарегистрированными лицами.

Несомненно, за электронным документооборотом будущее учетной системы, и подтверждение тому — опыт стран с развитыми фондовыми рынками. Однако мы считаем, что в настоящее время ЭДО невозможен без дублирующего бумажного документооборота — до тех пор, пока действует (и не внесены в него изменения) Положение о ведении реестра, утвержденное Постановлением ФКЦБ № 27, жестко регулирующее деятельность регистратора. ■

Сергей Лаппо
Генеральный директор
ЗАО «Ведение реестров компаний»

ПРОГРАММНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ И ПОТРЕБНОСТИ ПОЛЬЗОВАТЕЛЕЙ[1]

РАЗРАБОТКА И ОПЫТ ЭКСПЛУАТАЦИИ СИСТЕМЫ ЭЛЕКТРОННОГО ДОКУМЕНТООБОРОТА

Весной 2004 г. рабочая группа ПАРТАД согласовала документы «Форматы электронного взаимодействия регистраторов и депозитариев» и «Регламент сопровождения и развития форматов», а с лета 2005 г. эти форматы должны были стать обязательными к использованию.

ЗАО «ВРК» является разработчиком Системы ведения реестров (СВР) «Вереком-2», поэтому, естественно, встал вопрос о доработке программного обеспечения в плане поддержки электронного документооборота. Программно-технологический отдел приступил к разработке новых функций программного обеспечения. Отдел контроля совместно с юридическим отделом занялись проработкой вопроса использования электронного документооборота в деятельности регистратора с точки зрения существующего законодательства. Оказалось, что некоторые нормативные документы слишком «заточены» под бумажную форму представления информации. Для решения этой проблемы нами было принято следующее решение: технологический процесс обработки электронного документа не должен ничем отличаться от обработки привычных бумажных документов: регистрация, исполнение, контроль, отправка. Для удобства работы сотрудник Регистратора может распечатать из СВР «Вереком-2» бумажный вариант электронного документа. Вид каждого бумажного документа утвержден правилами.

Способствовало внедрению электронного документооборота предложение о сотрудничестве по этому вопросу в декабре 2004 г. от Депозитарно-клиринговой компании. По их предложению для шифрования и формирования ЭЦП используется система ВЕРБА «*OW*».

ФОРМАТ СЛУЖЕБНОГО СООБЩЕНИЯ: *ID* ДОКУМЕНТА *<XMLMSGNM> — TECHNICAL_REPORT*

Элемент в XML-документе	Тип данных	Содержание и значение XML-компонента	Обязательность в XML-документе
TECHNICAL_REPORT	—	Корневой элемент (root element) XML-документа. Содержит все поля блока ANSWER_DOC_T.	Да
TOTAL_STATUS	БЛОК	Информация о статусе полученного сообщения	Да
TOTAL_STATUS_CODE	TOTAL_STATUS_CODE_ET	Код статуса	Да
TOTAL_STATUS_DATE	DATETIME_T	Дата и время присвоения данного статуса	Да
/TOTAL_STATUS	—	Конец блока	—
ADD_INFO	ANY_T	Дополнительная информация	Нет
/TECHNICAL_REPORT	—	Конец XML-документа	—

В январе 2005 г. ЗАО «ВРК» разработала дополнительный модуль к СВР «Вереком-2» — «Электронный документооборот», позволяющий автоматически принимать электронные распоряжения в базу данных СВР «Вереком-2» и формировать электронные выписки, справки и уведомления. Опыт работы с ЗАО «ДКК» показал необходимость добавления в «Форматы…» технического сообщения. Это техническое сообщение также подписывается ЭЦП и шифруется и служит актом приема-передачи документа, в ответ на который оно пришло. В каждом техническом сообщении есть поле «Код статуса документа». Оно может принимать одно из следующих значений:

- 00 Документ принят к обработке.
- 01 Документ не распознан (принимающая сторона не может определить принадлежность электронного документа).
- 02 Документ не может быть обработан.
- 10 Отчет получен.

С 1 августа 2005 г. началась промышленная эксплуатация модуля «Электронный документооборот» с ДКК. За это время было получено два списка клиентов номинального держателя, одно дораскрытие списка с общим количеством лиц в списке около 150 акционеров, передано около 80 электронных выписок/справок. В настоящее время мы получаем только запросы на выдачу выписок/справок, в ближайших планах — работа с передаточными распоряжениями. В соответствии с заключенным договором между регистратором ЗАО «ВРК» и номинальным держателем ЗАО «ДКК» информация об изменении состояния лицевого счета и об операциях по л/с счету поступает в адрес номинального держателя в электронном виде в конце операционного дня или на следующий рабочий день.

Внедрение электронного документооборота между ЗАО «ВРК» и расчетным депозитарием позволило существенно сократить трудоемкость приема списков клиентов НД и ускорить получение НД выписок/справок по своим запросам, более оперативно выдавать информацию эмитенту о владельцах, учитывающих свои бумаги у номинального держателя, при подготовке списков к собраниям. ■

[1] На основе доклада на Круглом столе «Повышение эффективности взаимодействия участников учетной системы», организованном Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Фондом «Институт фондового рынка и управления», 14 сентября 2005 г.

Елена Бахмутова
Заместитель Председателя
Агентства Республики Казахстан
по регулированию и надзору финансового рынка
и финансовых организаций

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ КАЗАХСТАНА И РОССИИ

Интеграция экономик требует более тесного взаимодействия национальных фондовых рынков. Вопросы совершенствования (гармонизации и унификации) законодательных условий эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности профессиональных участников на фондовых рынках наших государств имеют особую важность для интеграции рынков капиталов. В связи с этим формирование правовой базы, обеспечивающей реализацию этой цели, заслуживает особого внимания законодательных и исполнительных органов двух стран.

Одинаковые проблемы развития, общее информационное пространство, отсутствие языковых и культурных барьеров создают благоприятные условия для организации свободного движения капитала в наших странах. В этой статье освещены основные аспекты, необходимые для полноценного взаимодействия рынков ценных бумаг.

1. ВЗАИМНЫЙ ДОПУСК ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ НА ФОНДОВЫЕ РЫНКИ КАЗАХСТАНА И РОССИИ

Казахстанским законодательством предусмотрены следующие виды профессиональных участников рынка ценных бумаг:

- брокеры,
- дилеры,
– управляющие инвестиционным портфелем,
– инвестиционные управляющие пенсионными активами,
– банки-кастодианы,
– центральный депозитарий,
– регистраторы,
– трансфер-агенты.

1.1. Взаимодействие учетных организаций — депозитарных систем

По вопросу взаимного допуска профессиональных участников на фондовые рынки Казахстана и России наиболее актуальным является взаимное признание организаций, осуществляющих номинальное держание или учет ценных бумаг (учетных организаций). По казахстанскому законодательству таковыми являются центральный депозитарий, банки/кастодианы, брокер и (или) дилер, обладающий правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя ценных бумаг.

В современных условиях взаимной интеграции рынков ценных бумаг без взаимодействия учетных организаций невозможны:

- эффективный доступ инвесторов государств к ценным бумагам, выпущенным в соответствии с законодательством другого государства;

- установление между учетными организациями государств корреспондентских междепозитарных отношений;

- возможность свободного обращения ценных бумаг (регистрации сделок с ценными бумагами), выпущенных в соответствии с законодательством одного государства, на территории, в том числе на организованном рынке, другого государства;

- эффективное осуществление уполномоченными органами по регулированию рынков ценных бумаг контрольно–надзорных функций в соответствии с требованиями законодательства своей страны, а эмитентами ценных бумаг — обязанностей в соответствии с требованиями законодательства страны выпуска ценных бумаг, в том числе по раскрытию сведений об аффилированных лицах.

Таким образом, основным шагом в интеграции национальных фондовых рынков является создание возможности для взаимного признания номинальных держателей (учетных организаций) на рынке ценных бумаг. Налаживание и укрепление отношений между депозитарными системами (учетными системами) является неотъемлемой и основополагающей частью процесса интеграции фондовых рынков и направлено на совершенствование механизма защиты прав и интересов инвесторов.

Безусловно, учетные системы разных стран основаны на различных принципах, регулируются разными законодательными актами, имеют различную структуру. Национальные законодательства, включая законодательство в сфере регулирования рынка ценных бумаг, развивались по различным моделям, с учетом своих национальных особенностей.

Необходимым условием для интеграции является гармонизация, а впоследствии, возможно, и унификация национальных учетных (депозитарных) систем. Одной из мер по созданию общедоступного фондового рынка является установление контактов между депозитариями (учетными системами) разных стран и взаимное открытие междепозитарных (корреспондентских) счетов депо (счетов номинального держания).

При этом установление между учетными организациями корреспондентских междепозитарных отношений является условием:

а) значительно упрощающим и обеспечивающим максимальную эффективность **доступа** инвесторов государства к ценным бумагам, выпущенным в соответствии с законодательством другого государства,

и, более того

б) **необходимым** для свободного обращения ценных бумаг одного государства на территории и прежде всего организованном рынке другого государства.

Корреспондентские междепозитарные отношения между учетными организациями, отвечающие вышеуказанным требованиям, невозможны без номинального держания ценных бумаг одного государства учетной организацией другого государства. Таким образом, для полноценного взаимодействия необходимо, чтобы как минимум одна учетная организация каждого государства признавала в качестве номинального держателя ценных бумаг хотя бы одну учетную организацию другого из взаимодействующих государств. По нашему мнению, такое признание будет достаточно осуществить на уровне уполномоченных (центральных) депозитариев России и Казахстана.

Согласно требованиям Закона РФ «О рынке ценных бумаг» не признаются лицензии профессиональных участников, выданные в соответствии с законодательством других государств. Российские учетные организации не открывают счетов номинального держания нерезидентам, в том числе депозитариям и другим номинальным держателям, т. е. открытие депозитариями РФ счетов номинального держания возможно только депозитариям, имеющим соответствующую лицензию, выданную ФСФР России. В результате невозможно установление корреспондентских отношений между депозитариями и другими номинальными держателями и, соответственно, осуществление расчетов по сделкам с ценными бумагами (поставка ценных бумаг и денег).

В связи с этим для обеспечения минимального требуемого уровня взаимодействия рынков требуется признание российской стороной лицензии центрального депозитария казахстанской стороны. Данное условие обеспечит возможность торгов российскими ценными бумагами на казахстанском организованном рынке и, наоборот, казахстанскими ценными бумагами на российском организованном рынке.

Необходимо отметить, что казахстанским законодательством необходимые нормы уже предусмотрены. Быть депонентами центрального депозитария Республики Казахстан (т. е. открывать счета номинального держания) могут не только профессиональные участники рынка ценных бумаг, являющиеся номинальными держателями ценных бумаг в соответствии с казахстанским законодательством, но и **иностранные депозитарии и кастодианы** (п. 2 ст. 78 Закона Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг«, далее — Закон).

В Казахстане введена централизованная система двухуровневого номинального держания, в которой центральный депозитарий является номинальным держателем верхнего уровня, а брокеры–дилеры и кастодианы — номинальными держателями второго уровня, которые открывают счета номинального держания в центральном депозитарии и не вправе оказывать услуги номинального держания другому номинальному держателю. При этом установлено исключение для кастодианов, в соответствии с которым они могут открывать счета номинального держания **иностранным номинальным держателям**, а также номинальным держателям — резидентам Казахстана в отношении **иностранных ценных бумаг** (п. 3 ст. 59 Закона).

1.2. Раскрытие информации о собственниках ценных бумаг в условиях номинального держания

Номинальное держание ценных бумаг, как правило, сопряжено с проблемой раскрытия номинальными держателями информации о действительных (эффективных) собственниках ценных бумаг перед уполномоченными органами и эмитентами ценных бумаг. Это связано с тем, что законодательство отдельных стран содержит нормы, ставящие раскрытие такой информации перед третьими лицами (как правило, за исключением уполномоченного органа) в зависимость от волеизъявления самого собственника. Практика применения такого законодательства приводит к тому, что эмитенты не могут выполнять в должной мере требования по раскрытию информации о своих аффилиированных лицах и крупных участниках, а уполномоченные органы — осуществлять полноценный контроль и надзор за деятельностью и состоянием финансовых организаций, в том числе их аффилиированных лиц и крупных участников, поскольку последнее требует отслеживания практически каждой сделки с ценными бумагами.

Решение указанной проблемы возможно в случае установления обязанности учетных организаций (номинальных держателей и регистраторов ценных бумаг) раскрывать информацию о собственниках ценных бумаг, полученную ими непосредственно от собственников или от своих клиентов — учетных организаций (номинальных держателей) нижних уровней, перед уполномоченными органами страны своего резидентства и страны выпуска ценных бумаг, эмитентом ценных бумаг независимо от страны их резидентства, а также перед учетной организацией (регистратором, номинальным держателем, в том числе (центральным) депозитарием), в которой открыт счет по данным

ценным бумагам данной учетной организации.

Для обеспечения полноценного взаимодействия организаций государств, осуществляющих учет прав на ценные бумаги, необходимо предпринять меры по совершенствованию законодательства России и Казахстана, предусматривающие:

1) возможность открытия организацией, осуществляющей учет прав на ценные бумаги (уполномоченным или центральным депозитарием), счетов номинального держания иностранным депозитариям (учетным организациям);

2) обязанность организаций, осуществляющих учет прав на ценные бумаги, раскрывать в установленном законодательством порядке имеющуюся в их распоряжении информацию о собственниках ценных бумаг, перед:

- уполномоченными органами страны своего резидентства и страны выпуска ценных бумаг,

- организациями, осуществляющими учет прав на ценные бумаги, независимо от страны их резидентства в разрезе счетов номинального держания ценных бумаг организации, передающей информацию, открытых в организации, получающей информацию;

- эмитентом ценных бумаг независимо от страны его резидентства.

В целях реализации указанной задачи Законом Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам рынка ценных бумаг и акционерных обществ», который был принят 8 июля 2005 г., внесены поправки в Закон «О рынке ценных бумаг«, устанавливающие:

- обязанность номинальных держателей представлять центральному депозитарию и регистратору информацию о своих клиентах–держателях ценных бумаг (ст. 62 Закона). При этом согласно Закону «О рынке ценных бумаг» держателями ценных бумаг являются как собственники и номинальные держатели, так и иные зарегистрированные в системах реестров держателей ценных бумаг (учета номинальных держателей) лица, обладающие правами в отношении ценных бумаг;

- эмитентом является любое лицо, осуществляющее выпуск эмиссионных ценных бумаг, в том числе нерезиденты;

- исключение из информации, составляющей коммерческую тайну, сведений, предоставляемых эмитенту акций о его крупных акционерах и принадлежащих им акциях (п. 1 ст. 41 Закона);

- норму о том, что сведения, составляющие коммерческую тайну на рынке ценных бумаг, могут быть представлены эмитенту в отношении эмитируемых им ценных бумаг (п. 2 ст. 43 Закона).

В указанных условиях центральный депозитарий и иные номинальные держатели Республики Казахстан, имея лицевые счета номинального держания у регистраторов или номинальных держателей иностранных государств, смогут представлять им по запросу информацию о держателях (собственниках) ценных бумаг, если это будет оговорено на договорной основе с клиентами–резидентами при открытии им лицевых счетов по иностранным ценным бумагам.

Однако взаимодействие учетных организаций в целом и их корреспондентские отношения в частности не могут происходить в замкнутом пространстве и ограничиваться участием только двух государств. С развитием рынков неизбежно подключение в систему данных отношений номинальных держателей третьих стран.

В этом случае для обеспечения должного уровня раскрытия информации о собственниках ценных бумаг требуется, чтобы законодательства всех стран, резиденты–учетные организации которых имеют счета номинального держания в системе корреспондентских отношений в реестрах держателей ценных бумаг, также предусматривали раскрытие информации о собственниках ценных бумаг в порядке, предусмотренном в вышеизложенном пп. 2) пп. 1.2. настоящей статьи.

В связи с тем, что количество третьих стран по мере развития рынков ценных бумаг может увеличиваться неограниченно и гармонизация соответствующих законодательств является требующим длительного времени процессом, ясно, что проблема требует дополнительных путей решения.

На наш взгляд, одним из таких путей могут быть соглашения, заключаемые на дву– и многосторонней основе с осуществлением государствами их ратификации или других процедур с целью обеспечения легитимности, в зависимости от стран, резиденты которых задействованы в рассматриваемых системах.

В частности, многосторонние соглашения возможно заключать в рамках успешно развивающегося взаимодействия стран–участниц интеграционных объединений ЕврАзЭс, ЕЭП и других, вплоть до заключения Многостороннего меморандума о взаимопонимании (*MMOU*) Международной организации комиссий по ценным бумагам (*IOSCO*), который в настоящее время проходит рабочие стадии для подписания во многих странах. Учитывая, что подписание *MMOU IOSCO* требует длительного времени, целесообразно использовать все имеющиеся возможности.

1.3. Взаимный допуск иных профессиональных участников рынка ценных бумаг

Взаимный допуск регистраторов и трансфер–агентов является нецелесообразным в силу содержания их деятельности. Вопрос взаимного допуска управляющих компаний, по нашему мнению, требует глубокого изучения. Более того, в настоящее время взаимный допуск брокеров-дилеров и управляющих компаний является преждевременным и невозможным в силу отсутствия взаимного допуска номинальных держателей.

2. ОРГАНИЗАЦИЯ ЭМИССИИ (ВЫПУСК) И ВЫВОД (РАЗМЕЩЕНИЕ) ЦЕННЫХ БУМАГ НА ВЗАИМНЫЕ РЫНКИ КАЗАХСТАНА И РОССИИ

2.1. Выпуск (эмиссия) и размещение российских ценных бумаг в Казахстане

Выпуск акций нерезидентов Республики Казахстан невозможен.

Выпуск облигаций нерезидентов в Республике Казахстан осуществляется в соответствии **с теми же требованиями**, которые установлены для резидентов.

Размещение ценных бумаг нерезидентов, выпущенных как по законодательству Казахстана, так и по законодательству другой страны, в том числе России, **подлежит лицензированию в связи с использованием валютных ценностей** для инвестиций за границу (при этом предусмотрены исключения, например, наличие определенных рейтинговых оценок и осуществление инвестиций через брокеров-дилеров, а также поэтапная либерализация валютного регулирования).

2.2. Выпуск (эмиссия) и размещение казахстанских ценных бумаг в России

Выпуск за рубежом и размещение ценных бумаг резидентов среди нерезидентов согласно **действующему** законодательству осуществляется при условии, что ранее выпущенные эмиссионные ценные бумаги эмитента включены **в список фондовой биржи на территории Республики Казахстан.**

С учетом зарубежной практики и в целях активизации внутреннего рынка в дан-

ной области предусмотрены существенные изменения. Согласно Закону «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам рынка ценных бумаг и акционерных обществ» расширены требования к выпуску облигаций за рубежом и размещению среди нерезидентов.

Для **выпуска облигаций** резидентами за рубежом требуется:

- наличие разрешения уполномоченного органа;

- включение ранее выпущенных эмиссионных ценных бумаг эмитента в список фондовой биржи на территории Республики Казахстан.

Для **размещения облигаций** резидентов среди нерезидентов необходимы:

- листинг (для выпущенных в РК) или получение согласия на листинг (для выпущенных в других государствах) данных облигаций на фондовой бирже на территории РК;

- до (для выпущенных в РК) или одновременно с началом размещения (для выпущенных в других государствах) на территории иностранного государства данные облигации должны быть предложены на организованном рынке ценных бумаг Казахстана на тех же условиях цены размещения с учетом особенностей иностранного рынка ценных бумаг.

Для **размещения акций** резидентов среди нерезидентов необходимы:

- наличие разрешения уполномоченного органа;

- включение ранее выпущенных эмиссионных ценных бумаг эмитента в список фондовой биржи на территории Республики Казахстан;

- листинг данных акций на фондовой бирже на территории РК;

- до начала размещения на территории иностранного государства не менее 20% данных акций должны быть предложены на организованном рынке ценных бумаг Казахстана. В случае реализации права преимущественной покупки количество акций, предложенных на организованном рынке ценных бумаг Казахстана, может быть менее 20%.

Для **размещения производных ценных бумаг** резидентов, базовым активом которых являются акции, по инициативе или при участии акционерного общества среди нерезидентов необходим:

- листинг данных акций на фондовой бирже на территории РК.

Кроме того, размещение ценных бумаг резидентов среди нерезидентов **подлежит регистрации как валютная операция, связанная с движением капитала для инвестиций резидентов за границу.**

2.3. Обращение ценных бумаг России и Казахстана на взаимных территориях

Необходимо отметить, что технически свободное обращение ценных бумаг (регистрации сделок с ценными бумагами) России и Казахстана на взаимных территориях, в том числе организованных рынках, невозможно, как было изложено в разделе 1, без взаимного признания лицензий учетных организаций – как минимум депозитариев.

2.4. Возможности обращения на рынке ценных бумаг Казахстана ценных бумаг, выпущенных в соответствии с законодательством других стран

К обращению на рынке ценных бумаг в Казахстане допускаются государственные ценные бумаги других государств при наличии суверенных долгосрочных кредитных рейтинговых оценок в иностранной валюте не ниже *BBB-* (*Standard & Poor's* и *Fitch)* или *Baa3 (Moody's*). При этом принимаются во внимание рейтинговые оценки, присвоенные (подтвержденные) в течение последних 18 месяцев. При наличии рейтинговых оценок нескольких рейтинговых агентств, принимается во внимание самая поздняя из них. Дополнительные требования к государственным ценным бумагам других государств устанавливаются фондовой биржей по согласованию с уполномоченным органом. Сделки с государственными ценными бумагами других государств совершаются на отдельной торговой площадке фондовой биржи.

К обращению на организованном рынке также допускаются эмиссионные ценные бумаги международных финансовых организаций (МФО), перечень которых устанавливается фондовой биржей по согласованию с уполномоченным органом.

При этом в отношении допущенных государственных ценных бумаг и ценных бумаг международных финансовых организаций требуются учет прав в центральном депозитарии и наличие маркетмейкера.

Листинговые требования к негосударственным ценным бумагам нерезидентов, выпущенным в соответствии с законодательством других государств, не различаются по категориям и включают:

1) свободное обращение акций (могут продаваться любому заинтересованному лицу без ограничений);

2) государственная регистрация эмитента в соответствии с законодательством государства, резидентом которого является эмитент, осуществлена не менее чем за **3** года до подачи заявления о включении его ценных бумаг в официальный список;

3) финансовая отчетность эмитента составляется в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (*IAS* или *GAAP*);

4) СК составляет:

- для категории А – 100 млн долл. или эквивалент этой суммы;

- для категории В – 10 млн долл. или эквивалент этой суммы;

5) наличие чистого дохода:

- для категории **А** – за каждый из 3 последних завершенных финансовых лет, и за каждый завершенный финансовый год во время нахождения ЦБ в официальном списке (с допустимым отсутствием чистого дохода во время нахождения ЦБ в официальном списке не более чем за 1 финансовый год);

- для категории **В** – за последний завершенный финансовый год и за каждый завершенный финансовый год во время нахождения ЦБ в официальном списке (с допустимым отсутствием чистого дохода во время нахождения его ценных бумаг в официальном списке не более чем за 1 финансовый год);

6) аудит годовой финансовой отчетности одной из аудиторских фирм: *Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG, Price Waterhouse Coopers*;

7) наличие у эмитента долгосрочной кредитной рейтинговой оценки в иностранной валюте (при листинге акций):

- для категории ***А*** – не ниже *A* (*Standard & Poor's* или *Fitch*) или *A2* (*Moody's*);

- для категории ***В*** – не ниже *B* (*Standard & Poor's* или *Fitch*) или *B2* (*Moody's*);

8) наличие у облигаций рейтинговой оценки (при листинге облигаций):

- для категории ***А*** – не ниже *A* (*Standard & Poor's* или *Fitch*) или *A2* (*Moody's*);

- для категории ***В*** – не ниже «*B*» (*Standard & Poor's* или *Fitch*) или «*B2*» (*Moody's*);

9) отсутствие у эмитента случаев неисполнения или несвоевременного исполнения обязательств по выпущенным им ЦБ и других, размер которых в совокупности превышает 10% от размера активов эмитента;

10) законодательством государства, резидентом которого является эмитент, учредительными документами эмитента и проспектом выпуска ЦБ не установлены положения, ущемляющие или ограничивающие права собственников ЦБ на их передачу (отчуждение); наличие по данным ЦБ маркетмейкера.

При листинге производных ценных бу-

маг (финансовых инструментов), базовым активом которых являются негосударственные эмиссионные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством других государств, требования применяются по отношению к эмитенту базового актива.

При листинге негосударственных эмиссионных ценных бумаг, выпущенных нерезидентами РК под гарантию резидента РК, являющегося единственным учредителем (участником) данного эмитента, листинговые требования применяются не к самому эмитенту, а к гаранту.

3. ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ КАЗАХСТАНА И РОССИИ В РАЗВИТИИ ФОНДОВОГО РЫНКА

Россия и Казахстан являются участниками различных интеграционных объединений, прежде всего ЕврАзЭс, ЕЭП, в рамках которых проводятся работы по взаимодействию фондовых рынков.

Необходимо отметить, что наиболее последовательно вопросы обеспечения эффективной интеграции финансовых, в том числе фондовых, рынков Казахстана и России рассматриваются и решаются в рамках Европейско-Азиатского Экономического сотрудничества (ЕврАзЭс).

Рекомендации по обеспечению взаимодействия организаций, осуществляющих учет прав на ценные бумаги государств — членов ЕврАзЭс одобрены решением № 26 от 28 октября 2004 г. Совета руководителей уполномоченных органов по регулированию рынков ценных бумаг при Интеграционном комитете ЕврАзЭс. Реализация данных Рекомендаций обеспечит в большой мере решение обозначенных проблем.

Предусмотрена разработка плана совместных действий уполномоченных органов государств — членов ЕврАзЭС по гармонизации законодательства, регулирующего виды деятельности на рынках ценных бумаг, на 2004—2006 гг., что будет также способствовать практической реализации Рекомендаций ЕврАзЭс.

При Интеграционном Комитете ЕврАзЭС функционирует Совет руководителей уполномоченных органов по регулированию рынков ценных бумаг (далее — Совет). По инициативе Совета было утверждено Соглашение о сотрудничестве государств — членов Евразийского сообщества на рынке ценных бумаг (далее — Соглашение).

Целью Соглашения являются создание единого межгосударственного рынка ценных бумаг, разработка и принятие в рамках Евразийского экономического сообщества мер по защите интересов инвесторов, создание информационной базы данных о межгосударственном рынке ценных бумаг и обеспечение равноправного доступа к ней.

Основными задачами взаимодействия Казахстана и России в развитии фондового рынка являются принятие мер по созданию общедоступного фондового рынка, что на текущем этапе требует установления контактов между депозитариями (учетными системами) и взаимное открытие междепозитарных (корреспондентских) счетов депо (счетов номинального держания). Создание системы открытия международных междепозитарных счетов учетными организациями является основополагающей частью совершенствования механизма защиты прав и интересов инвесторов.■

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.**

Интервью с Первым заместителем председателя Государственного комитета по Ценным бумагам Азербайджана
Гюндузом Маммадовым

РОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЭКОНОМИКЕ АЗЕРБАЙДЖАНА

Рынок ценных бумаг Азербайджана находится в той стадии развития, когда потенциальными внутренними инвесторами и субъектами реального сектора экономики роль ценных бумаг как инструмента для привлечения инвестиций только осмысливается, и этот процесс набирает силу. Свидетельство тому — макроэкономические показатели страны и достаточная развитость инфраструктуры ее рынка ценных бумаг.

О состоянии экономики Азербайджана и особенностях функционирования ее фондового рынка — наш разговор с Первым заместителем председателя Государственного комитета по Ценным бумагам Азербайджана Гюндузом Маммадовым. Накануне II Международной конференции Ассоциации центральных депозитариев Евразии «Взаимодействие центральных депозитариев СНГ: проблемы и перспективы», прошедшей в Москве 5–6 октября, **Гюндуз Маммадов** ответил на вопросы «Депозитариума».

ДЕПОЗИТАРИУМ Охарактеризуйте, пожалуйста, состояние экономики Азербайджана. Какая часть инвестиций привлекается за счет размещения ценных бумаг?

Г. М. Прежде всего, разрешите от всей души поприветствовать вас и выразить удовлетворение возобновлением выпуска журнала «Депозитариум», постоянным читателем которого я являюсь.

Если охарактеризовать состояние экономики в целом, то в Азербайджанской Республике за 1996–2004 гг. наблюдается рост по всем макроэкономическим показателям, в частности рост объема внешней торговли, ВВП, промышленного, сельскохозяйственного производства и инвестиций.

Стоит отметить, что объем внешнего долга на душу населения в Азербайджане является одним из самых низких среди стран СНГ и составляет чуть более 180 долл., что является показателем финансовой надежности страны, достигнутой в результате продуманной экономической политики.

Основываясь на прогнозах текущего года, увеличение ВВП в Азербайджане составит приблизительно 19%.

По сравнению с соответствующим периодом 2004 г. за 6 мес. 2005 г. объем ВВП увеличился на 16,5%, инвестиции, направленные на основной капитал, увеличились на 10,3%, производство промышленной продукции — на 20,1%, продукции сельского хозяйства — на 4,8 %.

По предварительным расчетам, в 2006 г. увеличение объема ВВП составит 30,5%, а удельный вес негосударственного сектора в ВВП составит 79,5%.

Свое развитие рынок ценных бумаг получил после создания в 1999 г. Государственного Комитета по ценным бумагам при Президенте Азербайджанской Республики.

Сегодня рынок ценных бумаг в Азербайджане представлен корпоративными облигациями, акциями, векселями, государственными краткосрочными и долгосрочными облигациями. Рынок ценных бумаг находится на такой стадии своего развития, при которой потенциальными внутренними инвесторами только осмыс-

ливается роль ценных бумаг, но при всем при этом в 2004 г. за счет размещения ценных бумаг сумма привлекаемых инвестиций составила более 200 млн долл.

ДЕПОЗИТАРИУМ Какова структура фондового рынка Азербайджана? Какие отрасли экономики наиболее привлекательны для инвесторов? Назовите лидеров рынка?

Г. М. На сегодняшний день ГКЦБ выдано 27 лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Для Азербайджана это хороший показатель, при том что выданные лицензии охватывают весь спектр фондового рынка. Количество эмитентов, выпустивших ценные бумаги, составляет более 2000 предприятий. При этом стоит учесть, что приватизационный процесс продолжается, и количество эмитентов растет.

Если говорить о привлекательности для инвесторов различных отраслей экономики, то, конечно, наблюдается большой интерес к нефтяному сектору, но так как добывающая часть нефтяного сектора не открыта для приватизации, то на рынке ценных бумаг она не представлена. Динамика заключенных сделок по ценным бумагам свидетельствует о наибольшем интересе инвесторов к сфере промышленности, торговли и услуг. Лидеры рынка, конечно, есть, но как представитель регулирующего органа я не хотел бы их называть, ибо это может сказаться на котировке их акций.

ДЕПОЗИТАРИУМ Какая часть инвестиций привлекается внутри страны, и какая — на зарубежных рынках? Где азербайджанские эмитенты предпочитают размещать ценные бумаги — внутри страны или вне? Как регулируется этот процесс?

Г. М. В результате проделанной работы и создания необходимой нормативно-правовой базы по защите и поощрению инвестиций в Азербайджане созданы хорошие условия для инвестиций.

За 7 мес. этого года в экономику Азербайджана было инвестировано 14,8 трлн манат (примерно 3,0 млрд долл.).

Прогноз инвестирования на 2005 г. составил 22,9 трлн манат (примерно 4,6 млрд долл.).

За этот период в экономику из внутренних источников было вложено инвестиций на сумму 4,2 трлн манат (889,5 млн долл.).

Иностранные инвестиции составили 10,5 трлн манат (288,47 млн долл.). В январе–июле основные источники инвестиций составили средства предприятий (с увеличением на 9% – 13,0 трлн манат), кредиты банков (с увеличением на 2,2% – 691,8 млрд манат), средства с населения (с увеличением на 28,5% – 517,6 млрд манат), бюджетные средства (с увеличением на 57,5% – 360,7 млрд манат).

Большинство азербайджанских эмитентов предпочитают размещать ценные бумаги внутри страны, и это связано с их низкой ликвидностью, но некоторые компании уже изыскивают возможности для размещения ценных бумаг за пределами республики. Помимо этого, ГКЦБ ведет работы по возможному выпуску евробондов. Что касается регулирования процесса участия иностранных инвесторов на рынке ценных бумаг, то Государственным Комитетом по Ценным Бумагам утвержден «Порядок участия иностранных юридических и физических лиц на рынке ценных бумаг».

ДЕПОЗИТАРИУМ Насколько интересны азербайджанскому рынку российские ценные бумаги?

Г. М. Российская Федерация — наш ближайший сосед, важный экономический партнер, и всестороннее развитие торгово-экономических отношений с Россией является одним из приоритетных направлений внешнеэкономической политики нашей страны. Углубление этих отношений способствует интересу к российскому рынку, в частности к ценным бумагам российских эмитентов. Я думаю, что установление межкорреспондентских депозитарных отношений будет мостом, способствующим взаимному интересу к ценным бумагам наших стран.

ДЕПОЗИТАРИУМ В России разработана Стратегия развития финансовых рынков. Есть ли подобный документ в Азербайджане? Каковы главные направления развития финансового рынка Азербайджанской республики в целом и в области инфраструктуры?

Г. М. В Азербайджане принята Стратегия «Долгосрочное социально-экономическое развитие», которая охватывает все направления развития страны на ближайшие годы. Помимо этого, Государственным Комитетом по Ценным Бумагам принята «Программа развития рынка ценных бумаг», в которой отражены направления развития рынка ценных бумаг, пути становления инфраструктуры, вопросы защиты прав инвесторов. Сегодняшнее состояние инфраструктуры рынка ценных бумаг и нормативно-правовая база позволяют надеяться на динамичный рост фондового рынка.

ДЕПОЗИТАРИУМ Национальный Депозитарный Центр Азербайджана был создан изначально при зарождении фондового рынка и функционирует как центральный депозитарий. Каковы его основные функции? Осуществляет ли он клиринговую деятельность? Какова структура его управления?

Г. М. Клиринговой деятельностью НДЦ не занимается, хотя в соответствии с законодательством в случае получения соответствующей лицензии эти функции могут выполняться. Так как учредителем НДЦ является ГКЦБ, его руководитель назначается распоряжением Комитета. Структура и штат работников утверждаются председателем правления НДЦ. На сегодняшний день структура НДЦ состоит из 8 отделов, штат работников состоит из 46 человек. НДЦ осуществляет весь спектр депозитарных услуг, также занимается регистраторской деятельностью. В соответствии с «Правилами осуществления междепозитарных операций в депозитарной системе» НДЦ ведет учет депозитариев, входящих в депозитарную систему, и осуществляет операционный контроль над переводами ценных бумаг между ними.

ДЕПОЗИТАРИУМ На учредительной конференции АЦДЕ в прошлом году целью Ассоциации было названо создание общего депозитарного пространства. Дайте, пожалуйста, ваши оценки нужности и возможности интеграции депозитарных систем стран СНГ. В какой форме может проходить интеграция?

Г. М. Интеграция — неизбежный процесс. Сегодня депозитарная деятельность почти во всех странах — членах АЦДЕ является наиболее развитой на фондовых рынках. Создание единых норм и стандартов депозитарной деятельности позволит сблизить наши фондовые рынки, сделает их открытыми для участников, и в итоге от этого выиграют все. Со своей стороны, как орган, регулирующий рынок ценных бумаг в Азербайджане, мы готовы содействовать деятельности АЦДЕ.

ДЕПОЗИТАРИУМ Что вы думаете о возможности и необходимости создания общей информационной базы по фондовым рынкам стран Содружества, которое также обсуждалось на прошлогодней конференции?

Г. М. Я думаю, что создание общей информационной базы по фондовым рынкам необходимо. Это не только даст возможность обмениваться информацией, но и будет способствовать интеграции в международные фондовые рынки.

ДЕПОЗИТАРИУМ Каких еще результатов вы ждете от работы в АЦДЕ?

Г. М. Мы надеемся, что АЦДЕ не станет формальным объединением организаций, занимающихся депозитарной деятельностью, а реально сблизит центральные депозитарии и определит пути дальнейшего развития этого важного института фондового рынка. ■

Гизо Санадзе
Генеральный директор АО «Центральный депозитарий ценных бумаг Грузии»

ОСОБЕННОСТИ СОЗДАНИЯ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РАСЧЕТНО-УЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ГРУЗИИ

Рынок ценных бумаг Грузии, так же как и его расчетно-учетная система, имеет большой и пока не использованный потенциал. По сути, рынок находится в начальной стадии развития. Отсутствие государственной программы (стратегии) развития фондового рынка не позволяет строить прогнозы его формирования, но не мешает определять первоочередные задачи, стоящие перед системой учета прав собственности. С начала 1990-х гг., когда в Грузии появились первые депозитарии, рынком наработан интересный опыт в области инфраструктуры, сформулированы четкие требования к ее устройству, которыми сегодня делится с читателями «Депозитариума» Генеральный директор Центрального депозитария ценных бумаг Грузии Гизо Санадзе.

В Грузии первые депозитарии появились в начале 1990-х гг. Их функции должны были выполнять депозитарии инвестиционных и приватизационных фондов, которые в общем не проработали ни одного дня, поскольку приватизационный процесс начался лишь в середине 1990-х гг. Несколько крупных акционерных компаний, созданных в ранний период становления рыночной экономики в Грузии, по собственной инициативе заключили договоры на ведение реестра акционеров и ценных бумаг, без учета требований действующего законодательства рынка ценных бумаг, которого в тот момент практически не существовало. Их клиентами стали частные компании, как правило, занимавшиеся разработкой компьютерного обеспечения. По сути, это были первые регистраторы Грузии. В тот момент в стране насчитывалось лишь несколько акционерных обществ, большинство из которых вскоре перестали функционировать.

Выпуск государственных казначейских обязательств (ГКО) в августе 1997 г. и появление первых иностранных инвесторов способствовали осознанию необходимости формирования системы учета и хранения ценных бумаг. К сожалению, Национальный банк Грузии выступил «регистратором сделок» по ГКО и обязал коммерческие банки организовать подразделения «субрегистраторов» для регистрации ценных бумаг клиентов, что затормозило процесс создания единой системы учета ценных бумаг и даже привело к ошибочным действиям.

С этого момента **рынок государственных и рынок корпоративных ценных бумаг существуют раздельно — каждый имеет свою инфраструктуру и регулирующее законодательство.** Правда, в последнее время наметилось некое движение к сближению, прежде всего в отношении функционирования вторичного рынка. В законодательство, регулирующее выпуск, обращение и погашение ГКО, вносятся изменения. Так, в июне

2005 г. временно были приостановлены выпуск и размещение ГКО. Суть готовящихся изменений заключается в том, чтобы расширить круг инвесторов в первичном аукционе, а возможно, и допустить к торгам брокерские компании; активизировать вторичный рынок, улучшить принципы учета, упростить процесс передачи прав собственности и расширить использование понятия номинального владения на государственные ценные бумаги.

В разные годы к вопросу использования государственных ценных бумаг относились по-разному, о чем свидетельствуют показатели по годам в табл. 1. До сих пор этому сектору финансового рынка не уделяется должного внимания, хотя в целом на рынке ГКО наблюдаются положительные сдвиги. Так, например, в 2001 г. на первичном аукционе минимальная доходность была зафиксирована на уровне 34% годовых, а максимальный процент, для которого инвестор «одолжил деньги государству», был равен 198,77. В среднем доходность составила 67% годовых. В 2003 г. этот показатель уменьшился примерно до 42%, а в 2004 г. – до 21,33%. До приостановки выпуска в 2005 г. доходность ГКО на первичном рынке не превышала 18%. Ожидается, что смена руководства Национального банка приведет к дальнейшему уменьшению процентных ставок и созданию более прогрессивного регулирующего законодательства.

По данным Национального банка Грузии, в 2002 г. на вторичном рынке ГКО было заключено 126 сделок на сумму 41 млн лари, в 2003 г. – 469 на 116 млн лари, в 2004 г. – 295 на 85 млн лари (показатели относятся к неорганизованному, внебиржевому рынку).

Первые «настоящие» регистраторы в Грузии появились почти одновременно с Законом «О рынке ценных бумаг» в 1998 г. В настоящее время функционирует 8 регистраторов (7 – в Тбилиси и 1 – в Батуми), которые представляют первый уровень системы учета прав собственности на ценные бумаги. Регистраторы – единственные компании-реестродержатели, обслуживающие эмитентов и их акционеров. Центральному депозитарию (ЦД) Законом «О рынке ценных бумаг» предоставлено право получить двойное лицензирование и осуществлять ведение реестров акционерных обществ, однако этим правом ЦД до настоящего времени не воспользовался.

По состоянию на 1 июня 2005 г. 8 регистраторов вели более 830 реестров различных эмитентов, из которых на торги фондовой биржи допущено около 270.

Таблица 1. ВЫПУСК ГКО В ГРУЗИИ, ТЫС. ЛАРИ

Год выпуска	Объем эмиссии	Спрос	Объем размещения	Годовая ставка		
				минимальная	максимальная	средняя
1997	20 656 800	14 301 000	13 917 000	27,02	44,62	35,64
1998	82 166 600	50 000 000	47 438 400	–	–	–
1999	4 800 000	7 149 500	3 948 000	–	–	–
2000	40 000 000	63 408 225	39 221 300	–	–	–
2001	81 950 000	84 283 800	68 079 800	23,75	198,77	67,32
2002	259 300 000	365 006 100	250 223 000	23,05	81,70	42,79
2003	227 900 000	372 585 300	226 978 700	35,79	54,00	42,94
2004	139 300 000	332 529 000	139 299 800	17,64	25,39	21,33

Таблица 2. ДАННЫЕ О ТОРГОВЛЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Параметры рынка	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г. (H1)
Количество торговых сессий на ГФБ	104	103	102	46
Объем биржевых торгов, млн лари	8,5	1,6	47	34
Количество биржевых сделок	1300	910	1094	360
Объем биржевых торгов, млн акций	11	8	31	25
Объем внебиржевых сделок, млн акций	18	56	75	46
Количество внебиржевых сделок	2000	1200	1651	200

Таблица 3. ДЕСЯТЬ КРУПНЕЙШИХ ЭМИТЕНТОВ ПО ВЕЛИЧИНЕ УСТАВНОГО КАПИТАЛА

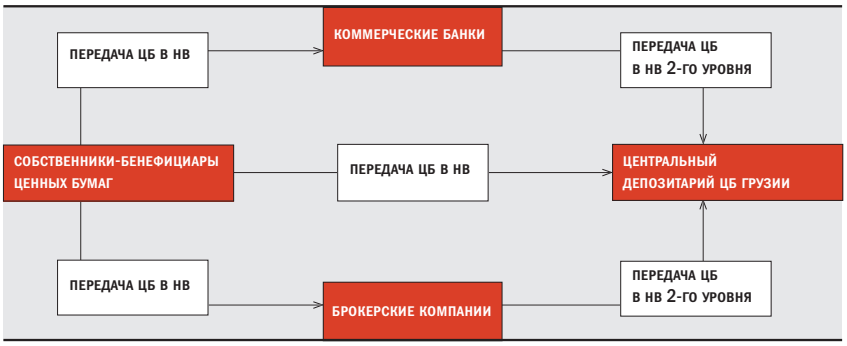
Биржевой код	Организация – А/О	Уставный капитал, лари	Количество выпущенных акций	Последняя зафиксированная цена, лари (2004 г.)
CHMN	Чиатурманганец	202 020 000,00	111 000 000	1,000
AEST	Теласи	81 147 886,00	81 147 886	1,000
FERO	Зестафонский ферросплавный завод	29 700 168,00	29 700 168	–
KAVT	Кутаисский автозавод	26 327 130,00	26 327 130	0,001
POGM	Потийский судостроительный завод	21 840 000,00	12 000 000	1,920
UGB	Объединенный грузинский банк	21 000 000,00	21 000 000	0,700
GRG	Гергети	10 400 000,00	5 200 000	–
ENIS	Д. Сараджишвили и Энисели	10 350 000,00	1 812 967	0,200
AMB	Грузинский народный банк	10 000 000,00	10 000 000	0,100
GEB	Банк Грузии	10 000 000,00	10 000 000	5,597

Таблица 4. ДЕСЯТЬ КРУПНЕЙШИХ ЭМИТЕНТОВ ПО СТОИМОСТИ ЗАКЛЮЧЕННЫХ В 2004 Г. СДЕЛОК НА ИХ АКЦИИ

Биржевой код	Организация	Стоимость сделки, лари
GEB	Банк Грузии	21 442 477,95
POGM	Потийский судостроительный завод	12 153 377,28
UGB	Объединенный грузинский банк	2 787 058,45
PTTS	Потийская мукомольная фабрика	2 708 299,31
IAD	Иадони	2 443 856,29
KCEM	Каспицемент	909 250,00
AMB	Грузинский народный банк	629 970,50
HIVR	Гостиница «Иверия»	617 802,50
TBGV	Тбилвино	564 802,11
KRIS	Кристалл-1887	508 685,82
	Всего	**44 765 580,21**

Структура ценных бумаг (ЦБ) на рынке предельно проста: госбумаги представлены только казначейскими обязательствами со сроками погашения до 1 года, а корпоративные – обыкновенными акциями. Облигации и акции других типов не были выпущены. Более того, за последние 10–12 лет не произведено ни одной эмиссии ценных бумаг. На рынке обращаются в основном акции, полученные в обмен на ваучеры в процессе приватизации государственной собственности или купленные на «нулевых» аукционах. Иностранные ценные бумаги, а также *ADR (GDR)* на

Рисунок 1. НЕКОТОРЫЕ ИЗ ДОПУСТИМЫХ СХЕМ ПЕРЕДАЧИ ЦБ В НВ 1-ГО И 2-ГО УРОВНЯ



Примечание: НВ — номинальное владение.

Рисунок 2. СТОИМОСТНАЯ ДОЛЯ БРОКЕРСКИХ КОМПАНИЙ В СДЕЛКАХ, ЗАКЛЮЧЕННЫХ В ГФБ В ТЕЧЕНИЕ 2004 Г.

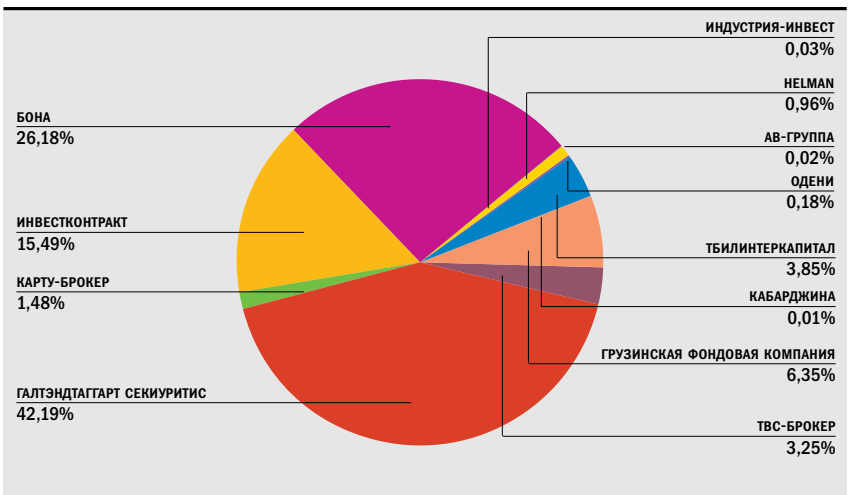


Таблица 5. РЕЙТИНГ БРОКЕРСКИХ КОМПАНИЙ - ЧЛЕНОВ ГФБ И ЦДЦБГ, ПО ИТОГАМ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ ЗА 2004 Г.

Компания	Оборот ЦБ (продажа)	Денежный оборот (купля)	Количество заключенных сделок		Рейтинг	Источник
Грузинская инвестиционная компания (Инвестконтракт)	8 983 246	7 122 891	548	50,09%	10,33	WWW.INVESTGROUP.GE
ГалтэндТаггарт Секиуритис	3 974 998	19 958 198	183	16,73%	9,67	WWW.GALTANDTAGGART.GE
Грузинская фондовая компания	6 596 194	2 868 720	81	7,40%	8,67	FOREX@UGB.COM.GE
Бона	6 427 623	12 218 967	32	2,93%	7,67	BONA@ORBELI.GE
Тбилинтеркапитал	471 055	1 762 812	89	8,14%	6,67	TIC@WANEX.NET
ТВС-брокер	1 183 256	1 488 281	79	7,22%	6,33	WWW.TBCBROKER.GE
Гелман	733 229	447 904	43	3,93%	5,00	ICTGEO@CAUCASUS.NET

фондовом рынке не представлены. Некоторые данные о рынке ценных бумаг Грузии приводятся в табл. 2.

Определенные сдвиги наблюдаются на рынке корпоративных ЦБ. После спада в 2003 г. объемы торгов на фондовой бирже в 2004 г. увеличились в 28,75 раза. Рост продолжился и в 2005 г. К сожалению, в 2004 г. на фондовой бирже было заключено всего 8 сделок на ГКО общей стоимостью 2262 лари. Эмиссия ГКО составила более 130 млн лари, а объем внебиржевых сделок на корпоративные ЦБ (не имеет стоимостного выражения, так как регистраторы не фиксируют цену сделок, в некоторых случаях она просто отсутствует, например в случае дарения, передачи по наследству и т. д.) — 46 млн акций, тогда как на ГФБ были заключены сделки всего на 25 млн акций. Такую закономерность можно проследить на протяжении последних лет: объемы внебиржевых торгов всегда превосходят объемы биржевых торгов, выраженных в количестве переданных в результате сделки акций.

Данные, характеризующие грузинский рынок ценных бумаг, содержатся в табл. 3 и 4.

В табл. 3. приведены показатели далеко не самых крупных грузинских компаний и не самых привлекательных с точки зрения инвестиций. Дело в том, что **самые привлекательные для инвесторов компании, как правило, не являются акционерными обществами.**

Как видно в табл. 4., 1-е место по стоимости сделок, заключенных с акциями, занимает компания, стоящая на последнем месте в табл. 3. «Призовые» места в табл. 4 объясняются сменой состава учредителей и приходом к управлению более прогрессивных менеджеров. К сожалению, уверенности в высокой активности по отношению к этим акциям в последующие периоды времени пока нет.

Между тем согласно действующему законодательству большинство акционерных обществ — так называемые «подотчетные предприятия». В случае допуска их на торги ГФБ сделки на акции этих эмитентов могут заключаться только на бирже.

Инфраструктура системы учета ценных бумаг Грузии на современном этапе выглядит следующим образом. Нижний уровень — 8 регистраторов, которые ведут реестры эмитентов и не имеют права заниматься другой деятельностью. Следующий уровень — номинальные владельцы ценных бумаг, переданных собственниками этих бумаг в доверительное владение и управление. На этом уровне действуют брокерские компании и коммерческие банки (последние работают только с государственными ЦБ).

В роли номинального владельца ценных бумаг 1-го уровня может выступать и Центральный депозитарий ценных бумаг Грузии (ЦД ЦБГ), если владельцы (как правило, крупные, институциональные) ценных бумаг открывают «прямой» счет в ЦД и оформляют у регистратора передачу ЦБ в номинальное владение (НВ) Центрального депозитария.

Номинальными владельцами бумаг 2-го уровня могут быть Центральный депозитарий (как это показано на рис. 1.), а также банки и брокерские компании. В отношении торговли государственными ЦБ на фондовой бирже коммерческие банки выступают в качестве регистраторов, а брокерские компании — номинальных владельцев ЦБ 2-го уровня.

Законодательство Грузии не использует термин «депозитарная деятельность», так же как и термины «хранители», «попечители счета», «кастодиальные депозитарии», «кредитно-расчетные организации», иначе можно было бы сказать, что эта деятельность разрешена регистраторам, брокерским компаниям, банкам и Центральному депозитарию. При наличии соответствующей лицензии брокерским компаниям доступны практически все виды деятельности на рынке

ценных бумаг, за исключением функции фондовой биржи и некоторых функций ЦД. Широкие возможности имеют и банки, однако прямое участие в торговле фондовыми ценностями им запрещено.

В табл. 5 и на рис. 2. приводятся некоторые данные о деятельности брокерских компаниях, членах ГФБ и ЦДЦБГ за 2004 г. Также представлен условный рейтинг, присваиваемый ГФБ.

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» к исключительной компетенции Центрального депозитария относятся:

- осуществление центрального клиринга и взаиморасчетов по заданию номинальных владельцев ЦБ (в том числе по сделкам на фондовой бирже);
- подготовка и проведение мероприятий по обеспечению целостности и безопасности системы учета прав собственности на ценные бумаги, определяемых правилами ЦД.

Последний пункт обусловлен тем, что **Центральный депозитарий является саморегулируемой организацией.** Таких в Грузии всего три, в том числе ЦДЦБ Грузии и Грузинская фондовая биржа (ГФБ — единственная лицензированная фондовая биржа, действующая в Грузии). Понятие «саморегулируемость» в соответствии с грузинским законодательством подразумевает: *во-первых*, наличие членов, которые создают и принимают правила саморегулируемой организации, а после их утверждения соблюдают в своей повседневной деятельности; *во-вторых*, то, что правила саморегулируемой организации утверждаются (в дословном переводе — «подтверждаются») государственным регулирующим органом в соответствии со строго установленными процедурами. Таким образом, правила работы на рынке создаются самими участниками рынка, которые на профессиональном уровне знакомы с особенностями его функционирования. Что касается регулирующего органа, то он выступает как защитник интересов государства, инвесторов и других участников рынка, права которых, возможно, новые правила затрагивают.

Кто же является членами саморегулируемых организаций, действующих на фондовом рынке? Членами Фондовой биржи могут быть только лицензированные брокерские компании. Членами ЦД ЦБГ могут быть:

- брокерские компании;
- коммерческие банки;
- фондовые биржи;
- страховые компании;
- инвестиционные фонды;
- эмитенты.

Учредителями и совладельцами ЦД

Рисунок 3. ДАННЫЕ О ДЕПОНИРОВАНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ В ЦД БРОКЕРСКИМИ КОМПАНИЯМИ В 2000–2004 ГГ. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕГИСТРАТОРОВ

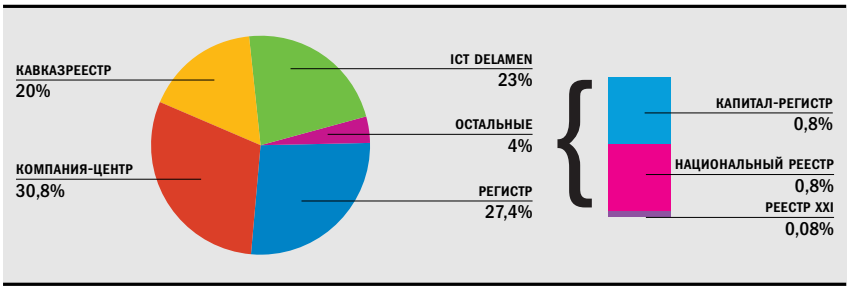


Рисунок 4. ДАННЫЕ О ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВАХ, ДЕПОНИРОВАННЫХ В 2004 Г. КОМПАНИЙ, В ЗАВИСИМОСТИ ОТ КЛИРИНГОВОГО БАНКА

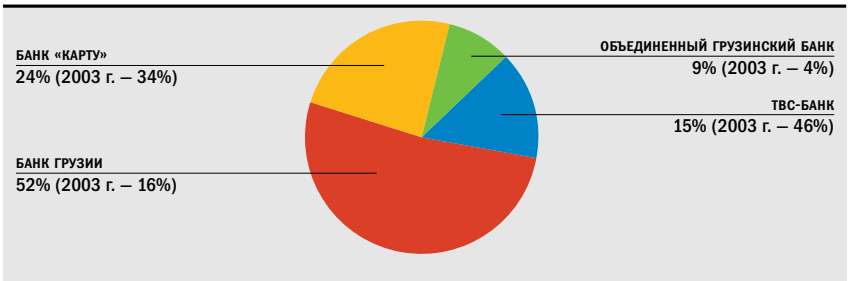


Рисунок 5. ДЕЙСТВУЮЩИЕ СЧЕТА ЧЛЕНОВ ЦД И «ПРЯМЫХ» КЛИЕНТОВ

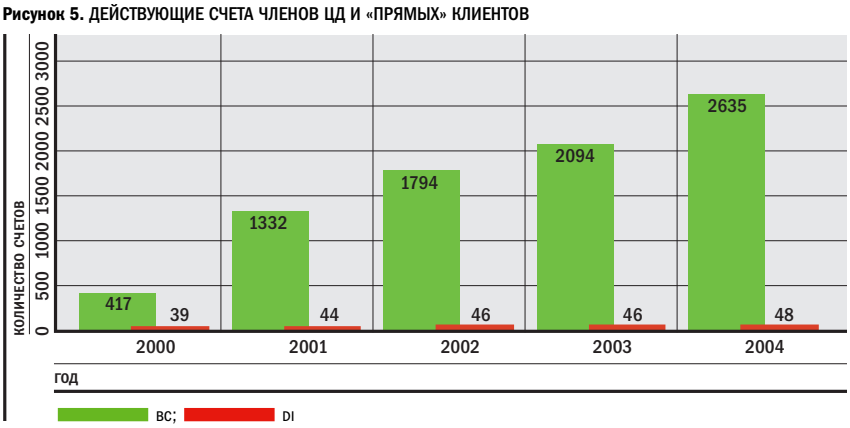


Таблица 6. ДАННЫЕ О ДЕПОНИРОВАНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ И ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ В ЦД ДЛЯ УЧАСТИЯ БРОКЕРСКИХ КОМПАНИЙ В БИРЖЕВЫХ ТОРГАХ НА ГФБ В 2000–2004 ГГ.

Год	Количество ценных бумаг	Объем денежных средств, лари	Число транзакций
2000	5 660 000	8 680 000,00	1 942
2001	110 000 000	31 000 000,00	1 400
2002	115 660 000	39 680 000,00	8 798
2003	1 277 957 721	2 537 043,24	7 202
2004	1 373 388 816	72 304 492,03	7 979

могут быть не только данные компании, но и регистраторы. При этом доля каждого, если они являются членами Центрального депозитария, не должна превышать 10% уставного капитала. По закону ЦД — акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью, но ему запрещено распределять прибыль среди партнеров-учредителей.

Центральный депозитарий ценных бумаг Грузии был учрежден Грузинской фондовой биржей в 1999 г.; с 2000 г. он приступил к работе как саморегулируемая организация, лицензированная Национальной комиссией по ценным бумагам (НКЦБ). В тот период в ее состав входило 30 действующих брокерских компаний. В настоящее время их число уменьшилось до 17. Сегодня акциями АО «ЦДЦБГ» владеют ГФБ и 4 крупнейших грузинских коммерческих банка, осуществляющих вместе с ЦД клиринг и денежные расчеты по сделкам, заключенным на ГФБ. Некоторые данные о работе ЦДЦБ Грузии приводятся ниже (рис. 3, 4 и 5, табл. 6).

В Грузии отсутствует закон о депозитариях и депозитарной деятельности. Полный перечень функций и компетенция ЦД должны быть определены правилами НКЦБ, но проект соответствующих правил все еще находится в стадии обсуждения. **В связи с этим очень важной инициативой представляется подготавливаемый Ассоциацией центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ) перечень основных и дополнительных функций ЦД.** Мы надеемся, что данный документ поможет многим депозитариям определиться в своих основных функциях и ответственности, которую на них возлагают участники и регулятор рынка ценных бумаг соответствующей страны. Подобная унификация функций в большой степени облегчит установление корреспондентских и других отношений между ЦД разных стран, что в условиях необратимо развивающихся процессов глобализации рынков позволит сэкономить много сил и энергии.

Функции и роль ЦД вызывают много споров и разногласий. Безусловно, в разных странах их роль и назначение могут различаться. Совершенно очевидно, что в странах с небольшим формирующимся рынком ценных бумаг следует максимально избегать дробления рынка и сосредоточить большинство депозитарных функций в одном депозитарии, а именно Центральном депозитарии. Только в этом случае ЦД может быть финансово состоятельным для оказания надежных и дешевых депозитарных услуг. Прекрасный пример тому — НДЦ Азербайджана, который с оказанием полного спектра депозитарных услуг совмещает еще и функции единого регистратора, а также осуществляет учет государственных ценных бумаг.

К сожалению, централизацию оказания депозитарных услуг многие понимают как монополизацию и начинают ратовать за конкуренцию. Конкуренция хороша, когда коммерческие фирмы борются за клиента. Конкуренция теряет смысл, если некоммерческая организация, созданная для удовлетворения требований профессиональных участников рынка и обеспечения высокой надежности работы, многократного дублирования каждой операции, сохранения на различных носителях важных данных (что весьма дорого), не стремится создать клиентскую базу, а только обслуживает участников на основе установленных ею тарифов (имеется в виду саморегулируемая организация).

Абсурдность подобного подхода проявляется даже в таких больших странах, как Россия, на примере обслуживания акционерных инвестиционных фондов, ПИФов и негосударственных пенсионных фондов (НПФ). В случае, например, НПФ на спецдепозитарий возлагаются прежде всего контрольные функции, так как речь идет о правильном инвестировании управляющей компанией пенсионных накоплений. Если при этом позволить конкурировать различным компаниям, в особенности на маленьких рынках, то стоимость обслуживания будет неуклонно снижаться (тем быстрее, чем больше конкурирующих фирм) в ущерб надежности контроля. При попытке установить нижний лимит тарифа на обслуживание конкуренция будет развиваться и вовсе за счет обещаний «закрыть глаза» на определенные нарушения и т. п.

В центральных депозитариях стоимость обслуживания снижается за счет, *во-первых*, большого общего объема работ и высокого дохода, *во-вторых*, отсутствия необходимости распределения прибыли между учредителями (как правило!), *в-третьих*, участия «клиентов» в установлении тарифа. Такую организацию легко контролировать и регулирующим органам.

Не менее важна роль ЦД в установлении **междепозитарных связей** между рынками разных стран. Дублирование функций (в небольших странах) может принести больше вреда, чем пользы. Это хорошо видно на примере того, что иностранные инвесторы стараются открывать прямые, личные счета в наиболее крупных, авторитетных депозитариях, а по возможности и в центральных депозитариях тех стран, в которых они намерены осуществлять интенсивную инвестиционную деятельность. Законодательство Грузии не препятствует взаимному открытию корреспондентских счетов и никак не ущемляет права нерезидентов — владельцев ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг Грузии, так же как и его расчетно-учетная система, имеет большой и пока не использованный потенциал. По сути, рынок находится в начальной стадии развития. Отсутствие государственной программы (стратегии) развития фондового рынка не позволяет строить прогнозы его формирования, но и без этого можно назвать **ряд первоочередных задач**, стоящих перед системой учета прав собственности на ценные бумаги и Центральным депозитарием Грузии.

Первоочередной задачей, на наш взгляд, является централизация ведения реестров, что можно достичь путем сотрудничества с регистраторами на договорной основе, а в отдельных случаях путем слияния ЦД с регистраторами. Необходима также централизация учета государственных ценных бумаг на единой основе, с использованием таких же правил, как и при учете корпоративных ЦБ. На базе «субрегистраторов» коммерческих банков должны быть созданы депозитарные, в том числе кастодиальные, подразделения, лицензируемые НКЦБ Грузии. Между всеми организациями, занимающимися депозитарной деятельностью, в том числе и брокерскими компаниями, должны быть установлены электронные связи и введен (технически и нормативно) электронный документооборот. Финансово усиленный ЦДЦБГ, опираясь на филиалы банков, имеющих депозитарные субструктуры, сможет организовать депозитарное обслуживание во всех регионах страны, в то время как сейчас вся инфраструктура сосредоточена лишь в одном городе — Москве.

Кроме повышения надежности системы и снижения рисков возможной утери данных, централизация ведения реестров позволит существенно облегчить, ускорить и удешевить инвесторам и акционерам проведение сделок на фондовом рынке. Подобный процесс в отношении государственных ценных бумаг будет в значительной мере способствовать активизации работы организованного вторичного рынка, что в свою очередь привлечет больше инвесторов, как местных, так и иностранных, и улучшит инвестиционную среду в Грузии. ■

ОСОБЕННОСТИ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА. СОВМЕСТНАЯ РАБОТА НАД ЕЕ УЛУЧШЕНИЕМ

Андреа Транквилини
менеджер департамента рынков Центральной и Восточной Европы компании «Клирстрим»

После II Ежегодного форума «Российские ценные бумаги: инфраструктура и операции» прошло почти полгода. Но, говоря о российском рынке, мировые аналитики до сих пор апеллируют к форуму. Будучи площадкой для обмена мнениями, трибуной для программных выступлений и местом, где одномоментно встречаются эксперты самого высокого уровня, форум позволяет создать ясную картину рынка, сложившуюся на тот момент, определить тенденции развития и сопоставить их с обозначенными ориентирами. Таким образом, форум становится определенной вехой, точкой отсчета, к которой в течение времени обращаются эксперты, анализируя российский рынок. Сегодня со своими оценками инфраструктуры российского фондового рынка выступает менеджер департамента рынков Clearstream Banking Андреа Транквилини (Andrea S. Tranquillini).

II Форум «Российские ценные бумаги», который состоялся в Москве в июне этого года, собрал наиболее влиятельных участников российского рынка ценных бумаг, включая представителей Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), Центрального банка России, претендентов на статус Центрального депозитария НДЦ и ДКК, а также представителей ведущих российских и иностранных банков и профессиональных участников.

Среди наиболее интересных докладов на форуме можно отметить выступление руководителя ФСФР Олега Вьюгина, посвященное созданию современной рыночной инфраструктуры. Руководитель регулирующего органа как некий посредник между рынком и законодательством стремится и учесть сегодняшние нужды финансового рынка, и сделать так, чтобы регулирование не отставало от тенденций его развития, изменяющихся с невероятной скоростью.

Господин Вьюгин прекрасно разбирается в механизме функционирования наиболее развитых западных финансовых рынков и, как кажется, более всего обеспокоен тем, что новые «захватчики» в виде иностранных инвесторов, входящих на внутренний рынок, и иностранных фондовых бирж, торгующих российскими ценными бумагами на Западе, могут снизить ликвидность внутренних торговых площадок.

С одной стороны, г-н Вьюгин осознает невозможность построить стены на границе России и препятствовать созданию международного рынка для торговли наиболее интересными российскими ценными бумагами. С другой стороны, он отмечает озабоченность со стороны ФСФР растущим количеством программ АДР (*ADR — American Depository Receipts*) и ГДР (*GDR — Global Depository Receipts*), которые, по его мнению, снижают ликвидность российского рынка.

Конечно, с публичного и неофициального согласия г-на Вьюгина российский рынок открывается для иностранных участников. К примеру, в лидеры среди российских кастодианов выходит *Deutsche Bank*, смещая с этой позиции *Credit Suisse* и *ING*. Выступление руководителя депозитария *Deutsche Bank* в Москве Надежды Ушаковой (ранее рабо-

тавшей в *ING*) стало заметным явлением на форуме. В частности, Надежда Ушакова затронула тему российского законодательства в области первичного размещения акций (*IPO — Initial Public Offer*).

Пытаясь суммировать результаты форума, можно сделать следующие выводы:

1. Рынок все еще разделен на тех, кто выступает за Центральный депозитарий, контролируемый государством, и тех, кто за депозитарий, полностью принадлежащий участникам рынка.

Мы в *Clearstream* считаем, что на данном этапе участие государства необходимо для координации инициатив между различными участниками рынка и для установления правильного общего курса. Это также будет способствовать стабильности и придаст уверенности финансовому рынку. Только позже, когда будет достигнут желаемый уровень стабильности, государство может постепенно уступить свою позицию рыночным игрокам.

2. Создание Центрального депозитария неизбежно, и, по нашему мнению, НДЦ — наиболее вероятная кандидатура для исполнения этих функций.

Мы считаем, что НДЦ имеет ценный опыт и более высокую возможность по сравнению с ДКК способствовать принятию в России Закона о Центральном депозитарии. С другой стороны, будет неправильно не принять во внимание опыт ДКК. Мы верим, что такие профессионалы, как Николай Егоров, Денис Соловьев и Игорь Моряков должны и будут сотрудничать, чтобы гарантировать, что будущая структура использует огромный опыт, накопленный ДКК. Также ясно, что основатели ДКК смотрят на НДЦ как на будущего партнера. Во всяком случае, на это указывает смена акционеров ДКК.

3. Задачи, которые будут возложены на ЦД, все еще неясны. Какие функции, кроме расчетов, будут централизованы для обеспечения эффективности рынка?

Дискуссии на эту тему должны усилиться. Как мы подчеркнули во время форума, рынок с единым депозитарием может быть, а может и не быть эффективнее рынка с несколькими депозитариями. Рынки США и Япония могут служить хорошим примером этого.

Эффективность рынка измеряется также тем, как выполняются другие функции (которые могут быть и не возложены на ЦД). В частности:

- Российский рынок должен разобраться с громоздкой и устаревшей практикой регистрации ценных бумаг в почти 80 нецентрализованных регистраторах. Должен быть создан единый Центральный регистратор.

- Рыночную эффективность может улучшить сокращение расчетного периода и создание системы валовых расчетов в режиме реального времени (*RTGS — Real Time Gross Settlement*). Это также повысит стабильность рубля к другим валютам.

- Для снижения расчетного риска и увеличения привлекательности рынка для иностранных инвесторов необходимо наличие централизованной и официальной процедуры, гарантирующей права собственности (для расчетов и проведения корпоративных событий), и принятие широко распространенного концепта, такого как официальные даты закрытия реестра и выплат и правила получения дохода.

- Кроме того, для получения инвесторами необходимого уровня уверенности в их выборе рекомендуется создать единый источник информации о корпоративных действиях и «Официальный журнал» (периодическое издание, официально извещающее о корпоративных событиях).

- Необходимым условием рыночной эффективности также является наличие процедуры, гарантирующей открытость применения налогового законодательства (определение собственника-бенефициара, право освобождения от налога на прибыль до выплаты дивидендов или купонного дохода, правильное применение соглашений о двойном налогообложении, процедура возврата налогов).

- Принятие эффективного законодательства в области первичного размещения акций (*IPO*), обеспечивающее привилегии для российских компаний, размещающих акции на внутренних площадках.

Мы полагаем, что концентрация усилий только на создании Центрального депозитария уведет развитие российского фондового рынка в неправильном направлении. Естественно, если программы выпуска АДР/ГДР влияют на ликвидность внутреннего рынка, отсутствие вышеназванных «требований» (аспектов), присущих большинству наиболее развитых финансовых рынков в настоящее время, является слабым местом внутреннего рынка.

Clearstream Banking и в общем группа *Deutsche Bourse* имеет огромный опыт в повышении эффективности финансовых рынков. *Clearstream* как международный и внутренний Центральный депозитарий хочет и готов поделиться международным опытом со своими российскими партнерами в любом виде, который рынок сочтет необходимым для достижения целей дальнейшего развития. ■

Архив журнала «Депозитариум»

Уважаемые читатели! На сайте НДЦ *www.ndc.ru* размещен архив журнала «Депозитариум» за 1998—2000 годы.

Многое из попавшего на страницы журнала в те годы актуально и интересно до сих пор, особенно в сопоставлении с происходящим в настоящее время. В том «старом» «Депозитариуме» — история становления российского фондового рынка. Читатель, желающий понять, в чем корень многих сегодняшних тенденций, явлений, дискуссий, найдет немало пищи для размышлений.

Делитесь своими впечатлениями! Если вам есть что сказать о «Депозитариуме» прошлом или настоящем, пишите нам на *pr@nds.ru*!

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) –

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

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

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

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

Регулярное раскрытие информации о финансовых результатах деятельности, взаимодействие с агентством Thomas Murray, Association of Global Custodians и другими организациями обеспечивают высокий уровень информационной открытости НДЦ.

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

125009, г.Москва, Средний Кисловский пер., д.1/13, стр.4 Тел.: (095) 956-2-659
Факс: (095) 956-0-938; www.ndc.ru www.isin.ru E-mail: info@ndc.ru

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум