

(35) 2006

№ 1

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ДЕПОЗИТАРИУМ



**АНАЛИЗ БИЗНЕС-МОДЕЛИ УСЛУГ
НАЦИОНАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРНОГО ЦЕНТРА** стр 6

**РЕКОМЕНДАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ
ПО МОДЕРНИЗАЦИИ ДЕПОЗИТАРНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ** стр 12

**ИНОСТРАННЫЙ НОМИНАЛЬНЫЙ ДЕРЖАТЕЛЬ:
ПРОБЛЕМА ИЛИ РЕШЕНИЕ?** стр 23



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center



СОДЕРЖАНИЕ

- | | | |
|---------------------------|--|---|
| 3 | ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ
Практические шаги на пути создания
Центрального депозитария | Заместитель директора НДЦ
Денис Соловьев |
| МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ | | |
| 6 | Анализ бизнес-модели услуг
Национального депозитарного центра | Интервью с заместителем директора
(сектор финансовых услуг) компании
<i>Accenture</i> Филиппом Майзенбергом
и консультантом компании <i>Accenture</i>
Марией Гусевой |
| 12 | Рекомендации международных организаций
по модернизации депозитарной деятельности | Заместитель директора (сектор
финансовых услуг) компании <i>Accenture</i>
Филипп Майзенберг

Консультант компании <i>Accenture</i>
Дарина Велигора

Консультант компании <i>Accenture</i>
Мария Гусева |
| 18 | Функции центральных депозитариев
(Рекомендации Ассоциации
центральных депозитариев Евразии) | |
| 21 | Опыт общения CrestCo (КрестКо)
и британских регистраторов | Интервью с Натаном Эшуортом ,
менеджером по корпоративным
действиям <i>CrestCo</i>
и Конором Лисоном , специалистом
по работе с общественностью
компании <i>Euroclear SA/NV</i> |
| 23 | МЕЖДЕПОЗИТАРНОЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ
Иностраный номинальный держатель:
проблема или решение? | Интервью с заместителем директора
НДЦ Денисом Соловьевым |
| 26 | НОВОСТИ НДЦ | |
| 27 | СТАТИСТИКА
Сделки на рынке негосударственных
облигационных займов за 2005 г. | |
| 29 | ПЕРЕЧЕНЬ СТАТЕЙ
Перечень статей, опубликованных в журнале
«Депозитариум» в 2005 г. (№ 1–12) | |
| 30 | СОБЫТИЕ
Кубок НДЦ по картингу и Q-zar | |

Депозитариум № 1 (35) 2006

Редационный совет:

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

Редационная 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
Редакция «Депозитариума»
Телефон: 232-05-13
Электронная почта: pr@ndc.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 рек-
ламодатели. 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»
2 (305) январь 2006

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



Денис Соловьев
заместитель директора НДЦ

ПРАКТИЧЕСКИЕ ШАГИ НА ПУТИ СОЗДАНИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ *

Взгляд Национального депозитарного центра на реформу инфраструктуры рынка ценных бумаг в свете проводимой государством оптимизации рынка капиталов.

Реформа инфраструктуры — одна из наиболее серьезных задач, которые нам предстоит решить для обеспечения обращения российских ценных бумаг в торговых и расчетных системах России.

В результате стихийного исторического развития сложилась ситуация, когда существует не единый финансовый рынок, а несколько разделенных между собой рынков. Это позволяет формировать особые условия, специальные стандарты и форматы на каждом из рынков, зачастую не совпадающие с условиями, стандартами и форматами других рынков. Такая ситуация приводит к существенным расходам для участников, вынужденных изучать и поддерживать форматы нескольких торговых систем и депозитариев.

Иногда особые условия существования отдельных рынков создаются искусственно. В некоторых же случаях исторически сложилось так, что интересный для трейдеров объект инвестирования имеется только в одной системе и приходится

работать с определенным инфраструктурным институтом, чтобы реализовать сделку.

Но если у российского участника есть шансы разобраться в том, как устроена жизнь, то у иностранных профессиональных участников рынка ценных бумаг, входящих на российский рынок, возникают при знакомстве с нашей системой весьма дискомфортные ощущения.

Думаю, никто не будет спорить, что **оптимизация инфраструктуры** — самая болезненная в реформировании рынка ценных бумаг точка. Но это и отправная точка.

Часть проблем, связанных с формированием единых, общепризнанных и общеприменимых стандартов и, соответственно, объединением расчетных систем, можно решить посредством **создания центрального расчетного депозитария**.

Почему именно расчетного?

Нам представляется, что вопрос, какой Центральный депозитарий нужен России, должен быть решен исходя из того,

кто предъявляет требования к инфраструктуре рынка и какие они?

Основная часть требований, реализация которых делает российский рынок конкурентоспособным, — это требования, предъявляемые к расчетной инфраструктуре торговых систем. В обсуждении модели Центрального депозитария мы исходим из **потребностей профессиональных участников рынка ценных бумаг**, именно они более всего нуждаются в своей работе в надежной, транспарентной, обеспечивающей сквозное прохождение транзакций (*STP*) инфраструктуре. В принципе, это те же требования, которые сформулированы на международном уровне (рекомендации «Группы тридцати», «Группы Джиованнини», других профессиональных сообществ). Возможно ли реализовать эти требования без объединения хотя бы расчетно-депозитарной части российской торгово-расчетной инфраструктуры? Скорее всего, нет.

Если вы изучите рис. 1 и 2, вы увидите, что **мы отделяем клиринговую дея-**

* На основе выступления на Международной конференции «Back Office 2005», 27-28 октября 2005 г., Москва



тельность от деятельности Центрального депозитария, причем и институционально, и функционально.

Концепция закона о Центральном депозитарии позволяет достаточно широко трактовать состав функций Центрального депозитария. В принципе, на основании Концепции ЦД может вобрать в себя и клиринг. Но о каком клиринге мы при этом говорим? Мы говорим о клиринговой деятельности, которую любой расчетный депозитарий осуществляет на внебиржевом рынке и которая не сопряжена с существенными рисками — ликвидности, кредитными, операционными, системными. Такой клиринг может проводиться Центральным депозитарием.

Но, если говорить о централизованном клиринге, о деятельности центрального контрагента, о переходе к заключению сделок с частичным обеспечением, обоснованно встает вопрос о новых серьезных рисках и о профессиональном управлении ими, и, соответственно, формировании отдельного инфраструктурного института.

Недавно было принято решение о создании Московской межбанковской валютной биржей Национального клирингового центра (НКЦ), который в будущем призван исполнять функции центрального контрагента.

С точки зрения Национального депозитарного центра, **технологические аспекты реформирования инфраструктуры российского рынка ценных бумаг являются ключевыми**. Недостаточно просто решить вопрос о создании Центрального депозитария, нужно понять, как он будет работать.

Один из основных технологических вопросов: в состоянии ли будет созданный единый расчетный институт **обслуживать все торговые системы**, существующие на рынке? Если посмотреть на сегодняшнюю инфраструктуру, то, к примеру, вряд ли какой-либо из расчетных депозитариев, кроме НДЦ, сможет обслуживать ММВБ с ее специфическим требованиями. Нужно синхронизироваться с ММВБ как с клиринговой организацией и научиться на T+0 рассчитывать преддепонированные сделки и т.д., — это технологическая культура, иная, нежели на РТС, на других биржах.

Задача обслуживания всех торговых систем единым расчетным институтом может быть решена по-разному.

Можно обслуживать каждую систему индивидуально, по тем стандартам, которые она у себя применяет. По идее, стандарты — основа конкуренции между тор-

Рисунок 1. СУЩЕСТВУЮЩАЯ СТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ

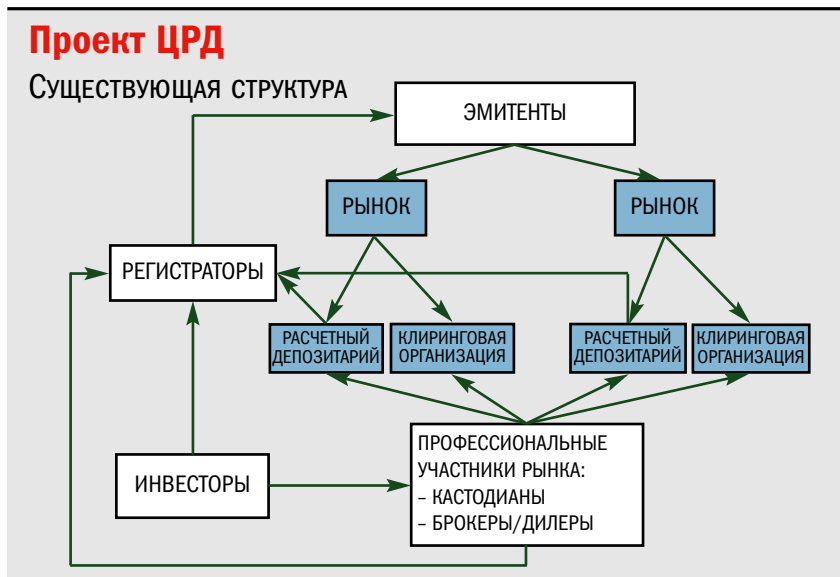
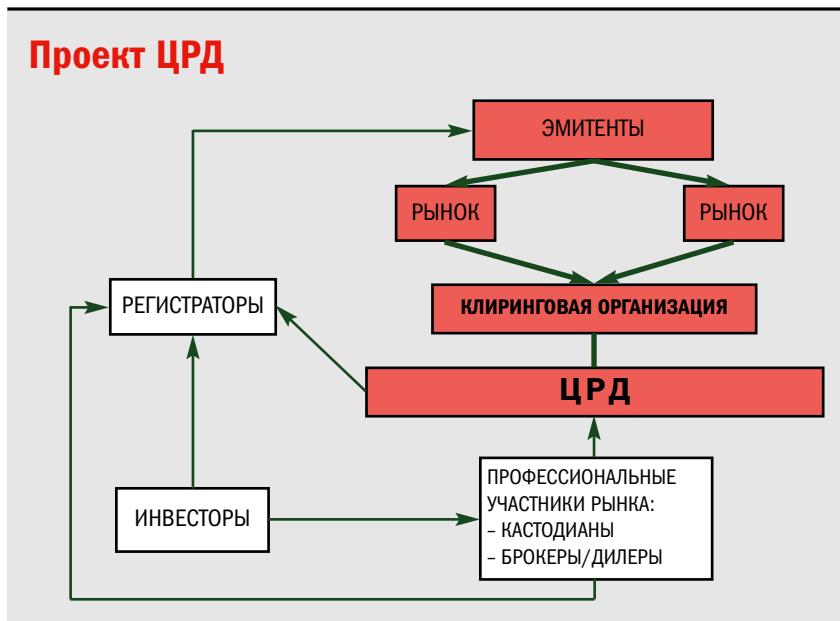


Рисунок 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ С ЦЕНТРАЛЬНЫМ ДЕПОЗИТАРИЕМ



говыми системами. Участникам рынка удобно, допустим, торговать, рассчитываясь на T+3, удобно торговать анонимно или неанонимно, им удобно, что здесь существует такой-то шлюз, а там — такой-то. Все это, наверное, и определяет привлекательность тех или иных торговых систем.

В настоящий момент нет ответа на вопрос, как должна быть устроена модель обслуживания всех торговых систем единым расчетным институтом. Но это не означает, что ответа не существует.

Мы уже неоднократно сообщали, что НДЦ приступил к модернизации своей **технологической платформы в соответствии с требованиями, предъявляемыми к центральным депозитариям меж-**

дународным рыночным сообществом, и с учетом российских условий. Поставщиком программного решения является индийская компания *Tata*. В постановке задачи участвует компания *Accenture*.

В рамках проекта мы провели оценку того, насколько в функциональном плане НДЦ сейчас уже соответствует предъявляемым требованиям¹. Анализ показал, что НДЦ, обслуживающий 3 биржи (ММВБ, СПВБ, СМВБ), операционно и технологически готов к обслуживанию торговых систем, работающих на российском рынке, включая Российскую торговую систему.

Но особое внимание мы уделяем не тому, что можем и уже делаем, а отсутствующим в действующей модели НДЦ элементам функциональности (см. Рис. 3).

¹ Подробнее — см. стр. 6

Измерение/Содержание	Покрытие	Измерение/Содержание	Покрытие
Инструменты		Рынки/ типы сделок	
◆ Акции		◆ Биржевые сделки	<input checked="" type="checkbox"/>
- Акции внутренних компаний	<input checked="" type="checkbox"/>	◆ Альтернативные торговые системы	<input type="checkbox"/>
- Акции иностранных компаний	<input type="checkbox"/>	◆ Внебиржевые сделки	
◆ Облигации		- внутренние	<input checked="" type="checkbox"/>
- Государственные	<input checked="" type="checkbox"/>	- внешние	<input checked="" type="checkbox"/>
- Муниципальные		Внутренние депозитарии	<input checked="" type="checkbox"/>
и субфедеральные	<input checked="" type="checkbox"/>	Регистраторы	<input checked="" type="checkbox"/>
- Корпоративные	<input checked="" type="checkbox"/>	Взаимодействие через мост	<input checked="" type="checkbox"/>
- Еврооблигации	<input checked="" type="checkbox"/>	- международные (ЦД / МЦД)	<input checked="" type="checkbox"/>
◆ Депозитарные расписки	<input type="checkbox"/>	◆ Расчеты по производным	
◆ Паевые инвестиционные фонды	<input checked="" type="checkbox"/>	инструментам	<input type="checkbox"/>
◆ Страховые продукты	<input type="checkbox"/>		
◆ Производные инструменты		Клиенты / Контрагенты	
и варранты	<input type="checkbox"/>	◆ Профессиональные участники	<input checked="" type="checkbox"/>
◆ Инструменты денежного рынка		◆ ЦД и МЦД	<input checked="" type="checkbox"/>
(т. е. краткосрочные инструменты		◆ Иностранные финансовые	
с фиксированным доходом)	<input type="checkbox"/>	организации	<input type="checkbox"/>
		◆ Эмитенты	<input checked="" type="checkbox"/>
		◆ Регистраторы	<input checked="" type="checkbox"/>
География			
◆ Внутренний рынок	<input checked="" type="checkbox"/>		
◆ Национальные рынки			
(связи с ЦД др. стран)	<input checked="" type="checkbox"/>		
◆ Международные рынки			
(связи с МЦД)	<input checked="" type="checkbox"/>		
* Открыты счета в Clearstream (расчеты по еврооблигациям на условиях FOP), Euroclear; ЦД Казахстана, счет в ЦД Украины в процессе открытия.			
		Примечание: Покрытие – здесь наличие услуг в рамках определенного измерения: <input checked="" type="checkbox"/> – услуги существуют; <input type="checkbox"/> – услуги отсутствуют.	

Функциональная модель, которая будет внедрена в рамках новой технологической платформы, позволит предоставлять следующие услуги:

- расчеты в реальном времени;
- проведение корпоративных действий;
- компенсацию купонного дохода;
- усовершенствованную отчетность;
- предоставление публичной информации по рынку и ценным бумагам.

Один из ключевых технологических вопросов – **электронный документооборот, обеспечивающий сквозное прохождение данных (STP)**. И все знают, что с 2003–2004 года НДЦ упорно решает проблему внедрения STP на российском рынке акций. Но в силу тех требований, которые предъявляются нормативными актами к регистраторам, – прямым требованиям в отношении использования бумажных документов, процесс этот движется со скоростью, заслуживающей сожаления. Тем не менее у нас есть надежда, что Федеральная служба по финансовым рынкам одобрит использование электронного документа на рынке. Это позволит в конце концов объединить инфраструктурные организации – депозитарии и регистраторов – в единую сеть.

В 2005 г. НДЦ предложил участникам фондового рынка России принципиально новый спектр услуг, основанный на технологии **транзита электронных документов** между регистраторами и зарегистрированными в реестре лицами – участниками ЭДО НДЦ.

НДЦ инициировал создание рабочей группы **по стандартизации ЭДО на рынке коллективных инвестиций**. В рабочую группу вошли представители ведущих управляющих компаний, специализированных депозитариев, специализированных регистраторов, НЛУ, ПАРТАД и НАУФОР. В первоочередные задачи рабочей группы входит:

- разработка перечня стандартных документов;
- согласование стандартных форматов электронных документов.

Еще одному важному моменту НДЦ уделяет особое внимание – установлению **междепозитарных отношений** как одной из основных функций Центрального депозитария. НДЦ открыл прямой счет в *Clearstream* и получил согласие на открытие счета в *Euroclear*. Завершен процесс установления корреспондентских отношений с Центральным депозитарием Республики Казахстан, идет процесс установления таких же отношений с depo-

зитариями Украины.

Должен подчеркнуть, что это не рапорт об успехах. Это повод еще раз напомнить о проблеме «отсутствия взаимности». Открывая счета в международных депозитариях, в России мы не можем открывать счета центральным депозитариям других стран из-за законодательных ограничений. Эта проблема неоднократно поднималась разными участниками рынка, но считаю не лишним еще раз обозначить ее.

В заключение хочу сказать, что все, о чем рассказано в этом выступлении, может выглядеть несколько странным, если думать о конкретном участнике рынка, который развивает свой небольшой сегмент бизнеса. Конкретный участник в своем сегменте вполне может обходиться без многих вещей, описанных мной. Непосредственного бизнес-эффекта в краткосрочной перспективе от усилий, предпринимаемых НДЦ для развития не только собственных технологий, но и технологий всего рынка, НДЦ, возможно, и не ощутит.

Фактически Национальный депозитарный центр совершает шаги, свойственные скорее Центральному депозитарию, чем расчетному депозитарию одной из торговых систем, и уже сейчас ведет себя так, как ведет себя крупная инфраструктурная организация, озабоченная проблемами рынка в целом, а не только проблемами собственного бизнеса. Таким образом, мы демонстрируем готовность и способность принять на себя дополнительные обязанности. ■

² Подробнее – см. стр. 10-11





АНАЛИЗ БИЗНЕС-МОДЕЛИ УСЛУГ НАЦИОНАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРНОГО ЦЕНТРА

Интервью с заместителем директора (сектор финансовых услуг) компании Accenture Филиппом Майзенбергом и консультантом компании Accenture Марией Гусевой

УЧИТЫВАЯ ПРЕДПРИНИМАЕМЫЕ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ИНИЦИАТИВЫ ПО СОЗДАНИЮ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ В РОССИИ, РУКОВОДСТВО НДЦ ПРИНЯЛО РЕШЕНИЕ В ТЕЧЕНИЕ 1-2 ЛЕТ ПОДГОТОВИТЬ ТЕХНОЛОГИЧЕСКУЮ БАЗУ, ЧТОБЫ ОБЕСПЕЧИТЬ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ЦЕНТРАЛИЗОВАННЫХ РАСЧЕТНЫХ И ДЕПОЗИТАРНЫХ УСЛУГ В КАЧЕСТВЕ ОСНОВНОЙ ЦЕНТРАЛЬНОЙ ИНФРАСТРУКТУРНОЙ ОРГАНИЗАЦИИ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА.

В рамках решения этих задач была разработана бизнес-модель НДЦ и выбрано программно-техническое решение, наиболее соответствующее предельным требованиям.

Компания Accenture была приглашена НДЦ для участия в проекте по подготовке внедрения выбранного решения. В рамках данного проекта одним из направлений работ Accenture являлось проведение независимого анализа разработанной бизнес-модели НДЦ и подготовка рекомендаций по уточнению/изменению этой модели

на основе международного опыта работы компании в сфере депозитарной и клиринговой деятельности.

На основе рекомендаций, подготовленных Accenture по результатам проведенного анализа, НДЦ планирует внести изменения в бизнес-модель и планы внедрения программно-технического решения.

ДЕПОЗИТАРИУМ Расскажите о характере взаимодействия компании Accenture и Национального депозитарного центра. В чем заключалась задача, которую поставил НДЦ перед Accenture?

Ф. М. Взаимодействие НДЦ с Accenture началось давно, первый взаимный интерес возник 2 года назад. А в начале этого года мы получили запрос от НДЦ с просьбой предоставить наши предложения по проекту построения модели центрального депозитария. Масштаб проекта был достаточно серьезный, мы предлагали организовать ряд встреч с участниками рынка, проанализировать их пожелания и на основе этих пожеланий и мировой практики сформулировать требования высокого уровня к центральному депозитарию. После этого предполагалось детали-

Рисунок 1. СОКРАЩЕНИЕ ВРЕМЕНИ РАСЧЕТНОГО ЦИКЛА

Международные рекомендации фокусируются на сокращении времени расчетного цикла и расширении спектра услуг при проведении расчетов		
Российская депозитарная инфраструктура имеет потенциал для дальнейшей консолидации		
Основные проблемы	Рекомендации	Оценка российского рынка*
1 Сокращение времени расчетного цикла	<ul style="list-style-type: none"> T+0 для подтверждения сделок с профучастниками, T+1 для сделок с остальными участниками рынка (G30, BIS/IOSCO) Исполнение сделок в день их совершения на всех рынках (G30) Расчеты на всех рынках в течение дня; Окончательные расчеты: T+3 (G30, BIS/IOSCO) 	<ul style="list-style-type: none"> В рамках НДЦ для биржевых и внутренних ОТС сделок T+0, большая часть внешних ОТС сделок исполняется в T+1/T+2) Юридически не закреплено (больше T+3)
2 Введение ППП	<ul style="list-style-type: none"> Сокращение кредитных рисков за счет использования механизма ППП на рынках всех стран ЕС (G30, ISSA, BIS/IOSCO) Завершение расчетов ППП в течение расчетного дня (BIS/IOSCO) 	<ul style="list-style-type: none"> Модель 3** для биржевых сделок на основе ППП (планируется введение Модели 1) Для внебиржевых (ОТС) сделок – Модель 1
3 Обеспечение функций поддержки расчетов	<ul style="list-style-type: none"> Развитие системы кредитования ценными бумагами после гармонизации законодательства стран ЕС (G30, BIS/IOSCO) Кредитование ценными бумагами, обеспечение исполнения обязательств, репо и взаимозачеты (ISSA) 	<ul style="list-style-type: none"> Использование Репо и управления обеспечением Механизм кредитования ценными бумагами ограничен
4 Структура управления CCP/ CSD	<ul style="list-style-type: none"> Участники рынка и владельцы инфраструктуры ответственны за эффективность инфраструктуры и ее ценовую политику (ISSA) Структура управления должна обеспечивать баланс интересов государства, участников рынка и владельцев (BIS/IOSCO) 	<ul style="list-style-type: none"> Доля MICEX в НДЦ составляет 49,55%; в управлении MICEX / НДЦ наблюдается широкое присутствие участников рынка
5 Дематериализация	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение доли учета прав в виде электронных записей по счетам (ISSA) Увеличение доли бездокументарных ценных бумаг (BIS/IOSCO) 	<ul style="list-style-type: none"> Более 95% ценных бумаг в России обращаются в бездокументарной форме
6 Принципы интеграции CSD / депозитариев	<ul style="list-style-type: none"> Консолидация систем расчетов рекомендуется в тех случаях, когда преимущества превышают затраты (ISSA) 	<ul style="list-style-type: none"> НДЦ, ДКК и другие депозитарии проводят расчеты по сделкам; центральный депозитарий отсутствует Шаги к интеграции: мост между НДЦ и ДКК; участие Группы ММВБ в капитале ДКК и РДК

* Соблюдение Рекомендаций ISSA 2000, Анализ Accenture.

** Согласно BIS, Модель 1 является системой валовых расчетов в реальном времени как по ценным бумагам, так и по денежным средствам; Модель 2 является системой валовых расчетов в реальном времени по ценным бумагам и нетто-расчетов по денежным средствам; Модель 3 обеспечивает нетто-расчеты как по ценным бумагам, так и денежным средствам.



зировать требования и уже потом перейти к выбору системы. Но в ходе ряда консультаций, обмена документами объем работы был уточнен и изменен.

В качестве входной информации нам была предоставлена бизнес-модель с высокоуровневым описанием предоставляемых сервисов. Одной из задач Accenture было определение того, какие еще сервисы целесообразно включить в эту модель, причем не номинально (предоставляется — не предоставляется), а с «наполнением» услуги: с какими инструментами будет работать НДЦ, с какими видами клиентов и т.д. Перед нами также была поставлена задача детализировать описание сервисов и разработать функциональные требования, которые должны быть реализованы в выбранной НДЦ системе и которые могли бы быть направлены поставщику для того, чтобы он начал локализацию системы.

На мой взгляд, одна из основных причин, по которой НДЦ решил сотрудничать с Accenture при разработке своей функциональной модели, — это действительно богатый опыт работы Accenture с организациями в сфере клиринговой и депозитарной деятельности, хорошая методология этой работы, позволяющая анализировать полноту функциональной модели и адекватно проводить сравнения моделей различных депозитариев. Депозитарии различаются по составу предла-

гаемых функций, по бизнес-моделям, но с помощью общего структурного подхода мы можем достаточно аккуратно и корректно сравнить их.

ДЕПОЗИТАРИУМ Какие выводы сделала в ходе проведенного анализа компания Accenture о характеристиках российского рынка и инфраструктуры российского фондового рынка с точки зрения функциональной эффективности в сравнении с зарубежными рынками?

М. Г. Сначала мне хотелось бы дать некоторые пояснения к тому, как проводилась работа. При проведении этого исследования для оценки инфраструктуры российского рынка мы учитывали рекомендации ведущих международных организаций — «Группы 30», ISSA, BIS/IOSCO и других, устанавливающих целевые ориентиры для развития мировой инфраструктуры рынка ценных бумаг. На основе обобщения рекомендаций мы выделили некоторые ключевые принципы, соблюдение которых позволит повысить эффективность российского рынка.

Среди этих ключевых принципов, во-первых, сокращение времени расчетного цикла (рис. 1). В то время как в НДЦ биржевые сделки регулируются тем же днем, для большинства внебиржевых сделок время расчетов занимает T+1/ T+2, но при этом юридического закрепления какого-либо ограниченного времени расчетов нет. В частности, для сделок с уда-

ленными регистраторами время расчетов может существенно превышать T+3.

Во-вторых, обеспечение функций поддержки расчетов, таких как кредитование ценными бумагами, сделки РЕПО, сделки с обеспечением, различные типы взаимозачетов. На российском рынке не все эти механизмы хорошо развиты. Например, механизмы кредитования и заимствования ценных бумаг весьма ограничены положениями текущего законодательства.

Следующий принцип — введение механизма поставки против платежа — для российского рынка проблемой уже не является, так же как и принцип дематериализации, т. е. введение бездокументарных ценных бумаг: более 95% ценных бумаг обращаются в бездокументарной форме.

Что же касается принципа интеграции в международную депозитарную систему, то с этим, на наш взгляд, есть определенные проблемы, в первую очередь из-за отсутствия единого центрального депозитария. Взаимодействие с депозитариями других стран в части проведения международных расчетов также не очень хорошо налажено.

Ф. М. Фондовые рынки развитых стран, европейские, азиатские, развивались по общему сценарию. Сначала была биржа, которая сама осуществляла все функции, потом постепенно происходила оптимизация выполнения каждой функции, выделялись собственно биржи, кли-

Рисунок 2. СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ





ринговые организации, расчетные депозитории. На следующем этапе рынки, как правило, развивались по одному из трех сценариев. *Первый* – вертикальная интеграция, которая полностью определяется биржей (Германия, Италия, Скандинавские страны, Гонконг). *Второй* – наличие нескольких бирж, но с одним консолидированным центральным депозитарием (ситуация характерна для американского рынка). *И третий сценарий* – когда существует несколько бирж, отдельно выделена функция консолидированного клиринга и отдельно существует организация, выполняющая функцию консолидированных расчетов и хранения (Великобритания, Франция, Португалия, Нидерланды) (рис. 2).

ДЕПОЗИТАРИУМ По которому варианту развивается российский рынок?

Ф. М. Российский рынок на пороге выбора. Мы считаем, что реально российский рынок прошел первые два этапа развития и сейчас определяет, по какому из трех возможных сценариев пойдет дальше, чтобы достичь более высокой эффективности. **М. Г.** Мы не говорим, что какой-либо из вариантов является более предпочтительным и более правильным. Каждый из них заслуживает право на существование, и, собственно, на данный момент нет еще ни одного рынка, который бы достоверно доказал, что его модель лучше. У каждого из вариантов существуют свои «плюсы» и «минусы». И мы сейчас не можем ска-

зать, что какой-то из этих вариантов будет для России обязательным или хотя бы предпочтительным.

Ф. М. Наверное, тенденция к реализации одного из этих вариантов будет прописана в Законе о Центральном депозитарии. Пока он не принят, сложно говорить определенно, по какому пути пойдет рынок. По сути, рынок развивается по тому пути, который нормально воспринимается его участниками. Можно предположить, что в России будет выбран вариант первый или третий. Но, повторю, это только предположение.

ДЕПОЗИТАРИУМ Почему для сравнения были выбраны международные депозитарии Clearstream, DTCC и только один национальный Monte Titoli? Насколько сопоставима функциональность европейского и американского депозитариев и депозитария национального?

М. Г. Фактически в рамках нашего исследования был произведен анализ не трех, а шести международных групп, включающих клиринговые и депозитарные организации развитых рынков. Это немецкая группа *Deutsche Bourse-Clearstream*, американская группа *DTCC*, группа *Euroclear*, которая уже становится общеевропейской, британские *LCH*, *Clearnet* и *CRESTCo* мы рассматривали отдельно от *Euroclear*, поскольку, несмотря на идущий процесс слияния, фактического объединения наборов услуг еще не произошло. Помимо этого,

были исследованы итальянская группа *Borsa Italiana*, в состав которой входит *Monte Titoli* как центральный депозитарий этого рынка, и скандинавская группа *OM*, скандинавский центральный депозитарий на данный момент. При подготовке рекомендаций мы также учитывали опыт работы нашей компании с другими депозитариями и клиринговыми организациями.

Конечно, каждая из моделей имеет свои особенности в зависимости от условий локального рынка и, в частности, от ориентированности на обслуживание только национального рынка или на проведение также международных расчетов. Но ключевые функции, которые направлены на обеспечение расчетов и обслуживание ценных бумаг, по большей части совпадают. Нашей задачей было выявить именно основные общие функции этих депозитариев, как национальных, так международных, и определить, какими могут быть дополнительные услуги и от каких особенностей рынка или модели они зависят.

Нужно заметить, что основная идея при определении набора услуг депозитария достаточно проста: центральный депозитарий как инфраструктурная организация для фондового рынка должен сконцентрировать свои усилия, в первую очередь, на предоставлении ключевых услуг, т. е., фактически, услуг, связанных с обеспечением расчетов и учетом ценных бумаг. А предоставление каких-либо

Рисунок 3. КОНЦЕПТУАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ УСЛУГ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ





дополнительных услуг должно отвечать конкретным потребностям рынка и его участников.

ДЕПОЗИТАРИУМ Какова общая оценка действующей функциональной модели Национального депозитарного центра, сделанная компанией Accenture?

Ф. М. Как уже было сказано, для анализа мы использовали методологию Accenture, в основе которой лежит структурная модель бизнес-услуг центрального депозитария (рис. 3). Эта модель представляет собой некий «идеальный депозитарий», она объединяет все функции, которые мог бы оказывать ЦД, но ни коим образом не предполагает, что депозитарий должен оказывать все эти функции. Это просто максимально полный набор услуг, позволяющий проанализировать работу любого депозитария. Услуги разбиты по группам: функциональные и кросс-функциональные. И каждая услуга, которая предлагается депозитарием, анализируется еще в четырех измерениях. Мы смотрим, с какими финансовыми инструментами осуществляются операции, на каких рынках (биржевые, внебиржевые срочные), с какими контрагентами работает депозитарий, география рынка и т. д. Именно такое объемное, «пространственное» сравнение позволяет корректно сравнивать депозитарии. Проводить сравнение только по набору функций было бы не совсем корректно (рис. 4).

В общем, наш анализ показывает, что НДЦ предоставляет целый ряд функций, свойственных центральному депозитариям, но предоставляет их не для всех клиентов и не по всем инструментам.

М. Г. Анализ бизнес-модели НДЦ и сравнение ее с работой крупнейших международных организаций показали, что в целом состав и качество предоставляемых НДЦ услуг отвечает потребностям российского рынка в условиях, во-первых, существующей практики организации расчетов и, во-вторых, с учетом действующих законодательных норм.

Если опускаться на более детальный уровень, то по основным группам услуг мы можем сказать, что учет и хранение ценных бумаг, расчеты по ценным бумагам и обслуживание выпусков ценных бумаг оказываются на достаточно хорошем уровне и отвечают потребностям рынка. Некоторые улучшения могут быть произведены в части проведения корпоративных действий, управления обеспечением. Среди услуг, которые в НДЦ практически отсутствуют по сравнению с концептуальной моделью ЦД, в первую очередь услуги, связанные с кредитованием и займствованием. Среди вспомогательных услуг можно порекомендовать усовершенствования в области предоставления информации и отчетности (см. рис. 5, 6, 7).

ДЕПОЗИТАРИУМ Какие рекомендации дала компания Accenture Национальному депозитарному центру по результатам сделанного анализа?

М. Г. Основные рекомендации относятся к расширению перечня услуг, предоставляемых НДЦ, и усовершенствованию существующих услуг, в первую очередь, в группе клиринговых и расчетных услуг, — это проведение расчетов в реальном времени, введение системы неттинга по внебиржевым сделкам, механизма частичных расчетов по сделкам и, важный пункт, расширение связи с другими национальными центральными депозитариями и международными центральными депозитариями для расчетов по операциям иностранных бирж.

В группе услуг, связанных с учетом и обслуживанием ценных бумаг, желательное усовершенствование проведения корпоративных действий, в частности стандартизация сообщений о корпоративных событиях и стандартизированный обмен информацией о корпоративных действиях с эмитентами и клиентами.

Если задача НДЦ — стать Центральным депозитарием в России, то он должен стать основным централизованным источником информации о ценных бумагах и корпоративных действиях по ценным бумагам. Участникам рынка такая информация необходима, и по идее ЦД должен быть единственным местом, где

Рисунок 4. МОДЕЛЬ БИЗНЕС-УСЛУГ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ В ЧЕТЫРЕХ ИЗМЕРЕНИЯХ





эту информацию можно получить в оперативном порядке и в какой-то стандартизированной форме, чтобы участникам не приходилось тратить время и ресурсы на поиск информации в других, как правило, разрозненных, источниках и переносить ее во внутреннюю систему. Если будет разработан и внедрен стандартизо-

ванный формат, то сбор информации от эмитентов и передачу ее участникам можно будет производить в автоматическом режиме. Стандартизация работы с информацией необходима и для оптимизации издержек депозитария.

Следующая услуга в этой группе – механизм компенсации купонного дохода

для просроченных сделок, это позволит увеличить срок обращения ценной бумаги с даты фиксации до даты проведения корпоративного действия. Также было рекомендовано внедрение отчетности по прогнозным остаткам по балансу.

Услуги ННА в качестве официального и единого агентства на российском рынке.

Рисунки 5-6. НДС ПРЕДЛАГАЕТ ШИРОКИЙ СПЕКТР УСЛУГ, НО ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАЗВИТИЕ ТРЕБУЕТ ЕГО РАСШИРЕНИЯ

По сравнению с международными ЦД, НДС предлагает широкий комплекс услуг, но дальнейшее развитие требует его расширения

Существующая модель услуг НДС (1/3)

Группа услуг	Содержание услуг	Полнота	Организация	Комментарии
Клиринг и расчеты	Клиринг		ММВБ, НДС	По биржевым сделкам осуществляется ММВБ; НДС осуществляет клиринг по сделкам, совершенным на рынке ОТС
	Неттинг		ММВБ	Осуществляет ММВБ, только по биржевым сделкам
	Новация (ССР)		-	ССР на рынке не существует (планируется создать в качестве высококапитализированной дочерней организации ММВБ)
	Проведение расчетов по ценным бумагам		НДЦ	Пакетные расчеты по биржевым сделкам, валовые расчеты в реальном времени по внебиржевым сделкам
	Проведение денежных расчетов		РП ММВБ	Осуществляется РП ММВБ (Законодательно запрещено для некредитных организаций)
Учет и обслуживание ценных бумаг	Учет и хранение ценных бумаг		НДЦ	В целом, НДС оказывает все услуги, требуемые рынку
	Обслуживание выпусков ценных бумаг		НДЦ	В целом, НДС оказывает все услуги, требуемые рынку
	Корпоративные действия		НДЦ	В целом, НДС оказывает все услуги, требуемые рынку
	Услуги в связи с выплатой доходов и уплатой налогов		НДЦ	НДЦ оказывает услуги по выплате доходов и отдельные сопутствующие услуги по налогам
Услуги по финансированию и управлению активами	Управление обеспечением		НДЦ	Реализованы некоторые схемы управления обеспечением; дальнейшее совершенствование существующих услуг связано с изменением законодательства
	Кредитование и заимствование ценных бумаг		-	
	Услуги по управлению денежными средствами		-	Полнофункциональное управление законодательно запрещено для некредитных организаций; возможно только управление по доверенности

Полнота представляет собой широту предложения услуг в рамках категории по сравнению с количеством услуг, которое потенциально может оказывать ЦД, с учетом текущих потребностей Российского рынка: – Широкий комплекс услуг – Услуги не оказываются или весьма ограничены

По сравнению с международными ЦД, НДС оказывает широкий, но не исчерпывающий спектр услуг

Существующая модель услуг НДС (2/3)

Группа услуг	Содержание услуг	Полнота	Организация	Комментарии
Вспомогательные услуги	Отчетность		НДЦ	В целом, НДС оказывает требуемые рынку услуги; поддерживаются не все стандартные форматы
	Счета и платежи		НДЦ	НДЦ осуществляет все необходимые действия по выставлению счетов
	Управление рисками		НДЦ	Все необходимые услуги оказываются; минимизация кредитных рисков за счет предварительного депонирования активов; введение услуг кредитования потребует расширения функциональности
	Управление неисполненными сделками		НДЦ	Риск неисполнения биржевых сделок минимален; ОТС инструкции проверяются на возможность исполнения в течение определенного периода
	Управление статическими данными		НДЦ	НДЦ осуществляет все необходимые действия по управлению статическими данными
Информационные, технологические и бизнес решения	Услуги по предоставлению информации (неконфиденциальные отраслевые данные, например, данные по ценным бумагам, рыночная информация)		НДЦ	Ограничено; публикуется информация по кодам ISIN
	Технологические услуги (каналы доступа и технологические решения)		НДЦ	Ограничено; НДС предоставляет программное обеспечение для доступа в ЭДО (система электронного документооборота); отсутствует веб-доступ к функциональности; Интернет только для предоставления информации
	Организация взаимодействия (услуги обмена сообщениями между участниками рынка с использованием различных протоколов и форматов)		НДЦ	Ограничено, только система электронного документооборота (ЭДО) между участниками рынка и инфраструктурными организациями
	Консалтинг и обучение (для клиентов и участников рынка)		НДЦ	При вводе в действие новых продуктов НДС проводит учебные занятия для клиентов и участников
	Аутсорсинг и хостинг операций (хостинг ИТ-компонентов, частичный/полный аутсорсинг либо инсорсинг ИТ и бэк-офисных операций)		НДЦ	Не предоставляется; только ЦТОСД в качестве обязательной услуги

Полнота представляет собой широту предложения услуг в рамках категории по сравнению с количеством услуг, которое потенциально может оказывать ЦД: – Широкий комплекс услуг – Услуги не оказываются или весьма ограничены



Сейчас НДЦ оказывает услуги Национального нумерующего агентства де-факто, но необходимо это делать в официальном порядке.

Обеспечение выпуска российских депозитарных расписок тоже должно быть функцией ЦД.

Недостаточно реализованы в НДЦ услуги по финансированию и управлению активами, и в первую очередь организация кредитования и заимствования ценных бумаг, а также выполнение агентских функций по организации кредитования. Речь идет о том, что ЦД может выступать в качестве агента, который позволит кредиторам и заемщикам участвовать в механизме по финансированию ценными бумагами. Функция центрального контрагента как функция центрального депозитария нами не рассматривается.

В группе вспомогательных услуг можно рекомендовать усовершенствование отчетности, в частности введение стандартов SWIFT, дополнительных форматов XML. Расширенное управление рисками потребует для поддержки услуг кредитования и заимствования ценных бумаг при отказе от полного преддепонирования.

Как ответ на потребности рынка могут предоставляться дополнительные услуги в области технологий – веб-доступ для различных участников рынка и клиентов, услуги по аутсорсингу.

Необходимо заметить, что введение многих из перечисленных услуг связано

с изменениями существующего законодательства. Такие изменения, необходимые для дальнейшего развития российского фондового рынка и, в частности, сферы клиринговой и депозитарно-расчетной деятельности, надо будет предусмотреть в различных областях законодательства: в первую очередь в законе о Центральном депозитарии, а также, вероятно, в налоговом законодательстве и гражданском кодексе.

ДЕПОЗИТАРИУМ В том случае, если технологическая платформа НДЦ, разработанная на основе действующей модели центрального депозитария, предложенной поставщиком программного-технического решения, будет учитывать данные рекомендации, можно ли будет сказать, что она будет соответствовать международным требованиям?

Ф. М. НДЦ выбрал технологическое решение от международного поставщика еще до того, как мы провели анализ бизнес-модели НДЦ. Выбранное решение поддерживает все обозначенные НДЦ функции. Дополнительные рекомендации, которые даем мы, относятся к функциональности международных депозитариев.

Естественно, мы ожидаем, что эти функции будут реализованы в этом достаточно большом, масштабном решении. На основе базовых функций в дальнейшем можно будет «достроить» более сложные или более специализированные услуги, которые НДЦ сможет предлагать участникам. И ес-

ли вся необходимая функциональность будет реализована, то вопросов о соответствии международным требованиям не должно возникнуть.

ДЕПОЗИТАРИУМ Резюмируйте, пожалуйста, какие ключевые требования предъявляются международными экспертами к национальным центральным депозитариям и рынкам?

Ф. М. Если подходить к вопросу глобально, то главное – это снижение операционных рисков, сокращение сроков исполнения операций с ценными бумагами, снижение стоимости для участников рынка и содействие дальнейшему развитию рынка. ■

Рисунок 7. СТРУКТУРА МОДЕЛИ БИЗНЕС-УСЛУГ НДЦ ВКЛЮЧАЕТ РЯД ИЗМЕРЕНИЙ, КОТОРЫЕ НЕОБХОДИМО УЧИТЫВАТЬ





Филипп Майзенберг
заместитель директора (сектор финансовых услуг)
компании *Accenture*



Дарина Велигора
консультант компании *Accenture*



Мария Гусева
консультант компании *Accenture*

РЕКОМЕНДАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПО МОДЕРНИЗАЦИИ ДЕПОЗИТАРНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ *

В данной статье анализируются рекомендации трех международных организаций: Группы Тридцати (G30), Группы Джованнини (GIOVANNINI GROUP) и Центра Европейских реформ (CER). Эти рекомендации направлены на совершенствование взаимодействия между участниками расчетов и клиринга, снижение рисков и совершенствование управления системой расчетов и клиринга. Указанные рекомендации нашли свое отражение в Европейской директиве «О рынках финансовых инструментов» (MiFID). Решение перечисленных в них задач позволит повысить эффективность российского рынка ценных бумаг.

За последние годы российский фондовый рынок прошел длинный, сложный путь становления и претерпел множество изменений. Структура рынка и нормативные акты, регулирующие взаимодействие его участников, постоянно совершенствуются. Тем не менее, эта сфера все еще требует

улучшений. Например, существующая сегодня в России система учета прав на ценные бумаги, сформировавшаяся к середине 1990-х гг., обнаружила ряд недостатков, которые затрудняют дальнейшее развитие российского фондового рынка и выполнение им задач по обеспечению фи-

нансирования российской экономики. На повестке стоят задачи по обеспечению надежной защиты прав собственности на ценные бумаги, устранению рисков неисполнения или несвоевременного исполнения сделок с ценными бумагами. Сокращение издержек инвестирования в рос-



сийские ценные бумаги может быть достигнуто путем предоставления иностранным инвесторам возможности инвестировать в российские ценные бумаги с использованием своих учетных институтов. Открытыми остаются вопросы контроля соблюдения установленных законом ограничений на доли в капитале отдельных групп лиц, например, нерезидентов, осуществления антимонопольного контроля, контроля за инсайдерскими сделками, контроля за сделками с использованием служебной информации и т. д.

Надо отметить, что эти проблемы характерны не только для России. На разных этапах формирования фондового рынка с ними в той или иной мере сталкивались все страны Евросоюза, многие из этих проблем до сих пор остаются нерешенными. Пути решения этих проблем исследовались различными международными организациями и были изложены в виде рекомендаций.

* * *

Анализ современной системы учета прав на ценные бумаги показывает, что такая система предполагает существование в ней центрального депозитария.

Еще в 1989 г. был подготовлен Доклад Группы Тридцати, которым каждой стране было рекомендовано создать развитый

и эффективно действующий Центральный депозитарий. При этом срок для его создания устанавливался — 1992 г. в соответствии с этими рекомендациями развитые европейские страны создали национальные центральные депозитарии (за исключением Франции, где Центральный депозитарий существовал уже с 1941 г.). Более того, в настоящее время учетные системы этих стран переживают следующий этап своего развития — создание международных институтов, выполняющих функции центрального депозитария для нескольких стран. Так, уже состоялось объединение в группу *Euroclear* центральных депозитариев Франции (в прошлом — *SIKOVAM*, теперь *Euroclear France*), Бельгии (*Euroclear Bank*), Голландии (*Euroclear Nederland*) и Великобритании (*CREST*), которая теперь осуществляет функции центрального депозитария для соответствующих стран. Другая международная клиринговая организация *Clearstream* была поглощена *Deutsche Borse Group*, и теперь осуществляет функции центрального депозитария для Германии и Люксембурга. Во многих странах существуют институты, выполняющие функции национального центрального депозитария, например в Польше, Сингапуре, а также в большинстве стран СНГ.

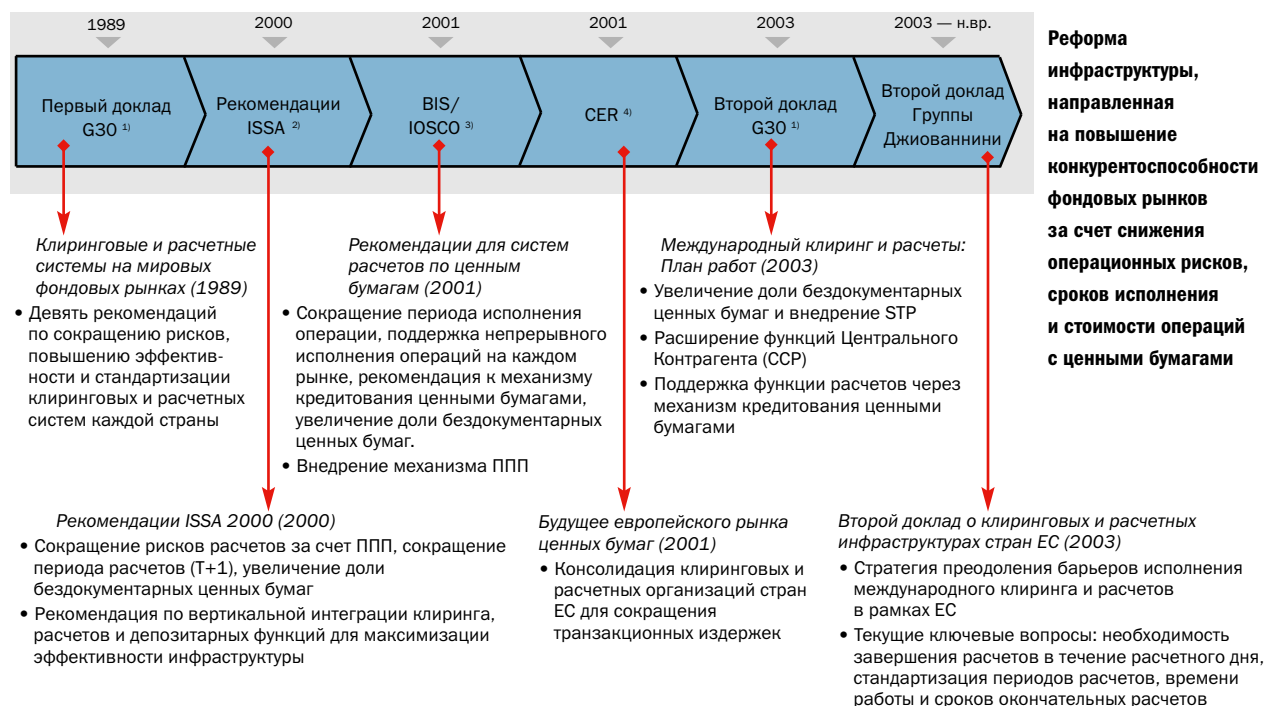
Заметным исключением являются США, где нет центрального учетного института. Однако и там учет значительной части ценных бумаг сконцентрирован в одной организации (*DTCC*). Кроме того, опыт европейских стран показывает, что создание центрального депозитария создает возможности для сокращения конкурентных преимуществ американского фондового рынка, сформировавшихся в результате различных исторических, экономических и политических причин.

В России, в условиях фактического отсутствия единого национального депозитария, участниками и регуляторами рынка уже длительное время активно обсуждается вопрос о его создании. Этот шаг должен стать одним из ключевых в необходимой реформе инфраструктуры, направленной на повышение конкурентоспособности фондовых рынков за счет снижения операционных рисков, сроков исполнения и стоимости операций с ценными бумагами.

Проблемы, связанные с повышением эффективности рынков ценных бумаг, в разные периоды времени были освещены международными организациями, работающими над вопросами развития финансового рынка. В рамках данной статьи анализируются рекомендации Группы Тридцати, Группы Джованнини и Центра европейских реформ (см. рисунок).

РЕКОМЕНДАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В ОТНОШЕНИИ КЛИРИНГОВЫХ/РАСЧЕТНЫХ/ДЕПОЗИТАРНЫХ ФУНКЦИЙ

Рекомендации международных организаций направлены на максимальное повышение эффективности инфраструктуры фондовых рынков



1) Группа Тридцати

2) Международная ассоциация по вопросам обслуживания ценных бумаг

3) Банк международных расчетов, Международная организация Комиссий по ценным бумагам

4) Центр европейских реформ



РЕКОМЕНДАЦИИ ГРУППЫ ТРИДЦАТИ

В 2003 г. Группой Тридцати (G30), неправительственной группой экспертов по вопросам международной финансовой системы, было выпущено исследование *Global Clearing and Settlement – A plan of action (Глобальный клиринг и расчеты – план действий)*, посвященное выявлению

основных трудностей в системе расчетов и клиринга. В исследовании даны рекомендации, которые основаны непосредственно на ожиданиях и пожеланиях участников рынка ценных бумаг. Технические эксперты и лидеры рынка сделали анализ основных вопросов и обработали рекомендации отчета G30, принимая во внимание то, что они должны быть скорее практическими, нежели теоретическими.

РЕКОМЕНДАЦИИ ГРУППЫ ДЖИОВАННИНИ

Группа Джiovаннини (*Giovannini Group*) представляет собой группу экспертов финансового сектора под председательством Альберто Джiovаннини и является консультантом Комиссии Евросоюза по вопросам финансового сектора. В частности, Группа уполномочена

Задача 1. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ РАСЧЕТОВ И КЛИРИНГА

Рекомендации Группы Джiovаннини	Рекомендации Группы Тридцати
Операционные часы и сроки расчетов по операциям должны быть приведены в соответствие между собой	Исключить бумажный документооборот и автоматизировать сообщение, сбор и обработку информации
Межнациональные расхождения в информационных технологиях и интерфейсах, используемых участниками расчетов и клиринга, должны быть устранены Протоколом, распространяющимся на весь Евросоюз	Привести в соответствие стандарты сообщений и протоколы обмена данными
В рамках Евросоюза должно быть гарантировано завершение внутрисдневных расчетов между всеми системами расчетов	Разработать и внедрить стандарты справочной информации
В рамках Евросоюза должны быть приведены в соответствие периоды расчетов для всех систем	Синхронизировать временные рамки между различными клиринговыми и расчетными системами и системами связанных платежей и обмена валют
Должны быть приведены в соответствие национальные регулирующие директивы, касающиеся корпоративных действий, бенефициарной собственности и Депозитария	Автоматизировать и стандартизировать институциональные торговые квитанции
Межнациональные расхождения в практике выпуска ценных бумаг должны быть устранены	Развивать использование центральных контрагентов (CCP)
Всем финансовым посредникам, существующим в рамках ЕС, должно быть разрешено предлагать услуги агента по удержанию во всех странах-участниках, чтобы обеспечить равноправные условия для национальных и иностранных посредников	Разрешить кредитование ценными бумагами с целью облегчить расчеты
Любые резервы, требующие сбора налогов на операции с ценными бумагами местными системами, должны быть устранены, чтобы обеспечить равноправные условия для национальных и иностранных инвесторов	Автоматизировать и стандартизировать процессы обслуживания активов, включая корпоративные действия, освобождение от уплаты налогов и ограничения на иностранную собственность
Национальные ограничения на место проведения расчетов и клиринга и на место нахождения ценных бумаг должны быть устранены как необходимое условие интеграции в рыночную систему расчетов и клиринга ЕС	
Практические проблемы удаленного доступа к национальным системам расчетов и клиринга должны быть устранены, чтобы обеспечить равноправные условия	
Должны быть устранены ограничения на деятельность инициаторов сделок и основных маркет-мейкеров	

определить требования к эффективной системе клиринговой и расчетной деятельности в рамках ЕС. В 2001 г. Группа выпустила Первый отчет, целью которого было ознакомить непосвященного читателя с расчетами и клирингом, выделить специфические проблемы международных расчетов и клиринга и их источник. В качестве источника проблем Группа выделила 15 барьеров, относящихся

к практическим и регулятивным требованиям, налоговым процедурам и вопросам юридической базы. С момента выхода Первого отчета до 2003 г., когда был опубликован Второй отчет, в определении этих барьеров изменения были незначительные либо их не было вовсе. Во втором отчете высказаны рекомендации по устранению проблем, выявленных в отчете 2001 г.

Рекомендации Группы Тридцати и Группы Джованнини рассматриваются нами с позиций решения трех основных задач в области расчетов и клиринга:

1. Совершенствование взаимодействия между участниками расчетов и клиринга.
2. Снижение рисков.
3. Совершенствование управления системой расчетов и клиринга.

Задача 2. СНИЖЕНИЕ РИСКОВ

Рекомендации Группы Джованнини	Рекомендации Группы Тридцати
Директива ЕС, касающаяся обеспечения, практически устранит юридическую неопределенность по операциям неттинга, а также неоднозначное применение конфликта законов. Страны-участники должны обеспечить полное вступление в силу и применение этой Директивы до 27 декабря 2003 г. Несмотря на то что этого будет достаточно для снятия ограничений по хранению ценных бумаг и расчетов по ним, остается необходимость для введения нормативных регулировок в рамках ЕС, в соответствии с которыми, для всех случаев хранения ценных бумаг с помощью посредника, именно счета данного посредника устанавливают права на бумаги	Обеспечить финансовую надежность провайдеров клиринговых и расчетных услуг
	Усилить контроль за рисками для участников клиринга и расчетов
	Обеспечить окончательный, синхронный перевод и доступность денежных средств
	Обеспечить эффективную непрерывность бизнеса и план устранения непредвиденных обстоятельств
	Предусмотреть возможность сбоя в работе систематически важного учреждения
	Усилить анализ правовой силы контрактов
	Разработать юридическую базу для закрепления прав на ценные бумаги, денежные средства или залог
	Признавать и поддерживать мероприятия по оценке неттинг-обязательств при закрытии сделок

Задача 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ УПРАВЛЕНИЯ СИСТЕМОЙ РАСЧЕТОВ И КЛИРИНГА

Рекомендации Группы Джованнини	Рекомендации Группы Тридцати
	Обеспечить ввод в состав совета директоров людей, имеющих соответствующий управленческий опыт
	Обеспечить справедливый доступ к системам клиринга и расчетов по ценным бумагам
	Обеспечить соответствующее, эффективное внимание к интересам акционеров
	Поддерживать постоянное регулирование и надзор над провайдерами расчетных и клиринговых услуг





Эти меры направлены на облегчение расчетов, устранение рисков неисполнения или несвоевременного исполнения сделок с ценными бумагами, усиление контроля рисков, сокращение издержек инвестирования в ценные бумаги, а также на устранение других проблем, актуальных для рынка ценных бумаг.

Рекомендации Центра Европейских реформ направлены на совершенствование механизмов взаимодействия и функционирования различных институтов и регуляторов рынка ценных бумаг.

РЕКОМЕНДАЦИИ ЦЕНТРА ЕВРОПЕЙСКИХ РЕФОРМ

Центр европейских реформ (*CER*) является независимой организацией, занимающейся проблемами, связанными с реформированием Европейского союза. Многие из проблем, затронутых Центром европейских реформ, следует учесть и при реформировании российского рынка ценных бумаг. Работа *CER* финансируется дотациями из частного сектора, центр не получает средств от правительств или организаций ЕС. В 2001 г. Центр европейских реформ выпустил работу «Будущее европейского рынка ценных бумаг» (*The future of European stock markets*), посвященную вопросам создания единого рынка финансовых услуг в рамках ЕС. Эти вопросы были определены как приоритетные еще в 2000 г. на встрече лидеров Евросоюза, где говорилось о том, что до тех пор, пока существенно не пересмотрено законодательство ЕС в сфере финансовых рынков, Европе не догнать экономические показатели США.

В рамках изучения этой проблемы Центр европейских реформ в своем докладе выдвинул **следующие основные предложения:**

1. Европейской комиссии следует провести исследование с целью продемонстрировать значимость рынка капиталов для показателей экономического роста и создания новых рабочих мест. Это жизненно важно для создания интеллектуальной базы реформ на Европейском рынке.

2. Создание *Евро SEC* или Европейского интегрированного регулятора финансовых услуг является достаточно простой идеей. Тем не менее игнорируются такие простые вещи, как иерархичность регулятора финансовых рынков и необходимость обеспечения подотчетности.

3. Комитет Ламфалусси провел предварительный анализ того, как может быть ускорен законодательный процесс в рамках ЕС. Тем не менее предложенное разделение между различными институ-

тами — Советом министров, Комиссией, Комитетом по ценным бумагам и Комитетом по европейским регуляторам — требует разъяснения. Направление должно быть скорее *снизу вверх*, нежели *сверху вниз*, Комитету по европейским регуляторам следует не только обеспечивать первоначальное применение, но также выявлять, где необходимы законодательные реформы. Комитету по ценным бумагам следует фокусироваться только на тех сферах, где необходимо разрешающее законодательство ЕС.

4. Европарламенту следует тщательно проанализировать сферы деятельности предложенного Комитета по ценным бумагам.

5. Комиссии следует более активно брать на себя роль продвижения законодательства в области финансовых услуг. Ежегодные встречи *EcoFin* должны быть посвящены обсуждению внедрения финансовых услуг.

6. Комиссии следует демонстрировать большую заинтересованность в преследовании случаев нарушения через Европейский суд. Это, в частности, поощрит частный сектор высказывать свои проблемы. В среднесрочной перспективе Комиссии следует провести акцию по форсированию этих процедур.

7. В будущем Комиссии нужно будет обеспечить конкурентную среду с целью обеспечить эффективное функционирование рынка ценных бумаг. Она должна быть заинтересована в обеспечении «справедливого и открытого» доступа к системам расчета и клиринга.

8. Комитету по европейским регуляторам, наиболее вероятному преемнику Форума европейских комиссий по ценным бумагам (*FESCO*), отведена роль инициатора в создании слаженного рынка ценных бумаг. Ему нужно будет определить одного «ведущего» регулятора от каждой страны-участницы и удостовериться, что он в силах внедрять соглашения комитета, оставаясь в то же время подотчетным национальным парламентам и правительствам.

9. Комитету по европейским регуляторам следует проводить анализ издержек и прибыли при разработке новых правил. Ему также следует установить четкие консультационные процедуры.

10. Финансовым компаниям при помощи Комиссии следует исследовать возможность установления паневропейских добровольных стандартов в той сфере политики, где саморегуляция является нормой, например, в управлении компанией. Рынку ценных бумаг нужен мощный всеобъемлющий торговый механизм, отвечающий требованиям реформы.

11. Наличие единственной Европей-

ской биржи принесет незначительную экономию на издержках. В последнее время наблюдалась скорее конкуренция, нежели консолидация бирж, приведшая к снижению издержек. С использованием сети может отпасть необходимость в слиянии бирж.

12. Развитие альтернативных торговых систем открывает новые возможности. Регуляторам следует проконтролировать наличие равных условий для уже существующих и только выходящих на рынок обменных центров.

13. Консолидация в системе расчетов и клиринга помогла бы значительно снизить межгосударственные торговые издержки в Европе. Однако это невозможно до тех пор, пока многие клиринговые и расчетные палаты принадлежат биржам. Комиссии нужно исследовать, может ли она повлиять на конкуренцию, чтобы стимулировать снижение издержек, в частности, подтолкнуть биржи к отчуждению от своих дочерних клиринговых компаний.

14. Евросоюзу следует уделить ключевую роль в переговорах с ВТО правилам регулирования деятельности бирж. В настоящее время интересы европейских бирж несправедливо ущемляются, так как они не могут ни проводить рекламные кампании для американских инвесторов, ни даже предложить им прямой доступ на европейские рынки. Американские биржи, напротив, имеют полный доступ в Европе; наиболее успешный пример *NASDAQ*.

15. Евросоюзу также следует оказывать большую поддержку Международной организации по комиссиям ценных бумаг.

16. Меняющийся глобальный экономический климат не уменьшает необходимость дальнейшей интеграции на европейских финансовых рынках.

17. Европа не может надеяться на все те благоприятные условия, которые способствовали развитию динамичного рынка капиталов в Соединенных Штатах. Капиталы — явление юридической и политической культуры страны. Это означает, что некоторые несоответствия между национальными рынками неизбежны. Но это не должно подрывать идею единого рынка европейских капиталов.

ЕВРОПЕЙСКАЯ ДИРЕКТИВА «О РЫНКАХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ»

Одним из результатов реализации вышеупомянутых рекомендаций стал выпуск Директивы «О рынках финансовых инструментов» в 2004 г. (*European Directive on Markets in Financial Instruments, MiFID*). Директива вводит в действие единый ры-

нок и регуляторный режим для финансовых услуг в рамках Евросоюза, заменяя существующую Директиву по инвестиционным услугам (ISD) и ставя целью обеспечение возможности для участников рынка свободно взаимодействовать с контрагентами в других странах Евросоюза в те же сроки и на тех же условиях, что и в своей стране. MiFID была одобрена Европейским парламентом и Советом министров, и ее вступление в силу запланировано на 30 апреля 2007 г.

Основными областями применения MiFID, являются:

- Деятельность бирж (регулируемых рынков) и других не регулируемых в настоящее время торговых институтов;
- Установление требований пред- и постторговой прозрачности для сделок с ценными бумагами;
- Расширение диапазона инвестиционных услуг и продуктов, требующих авторизации;
- Обеспечение возможности выдачи «паспорта» инвестиционным компаниям, предварительно получившим авторизацию от национальных регуляторов, дающего возможность осуществлять международную деятельность через открытие филиалов в других странах-участницах, тем самым предлагая международные услуги для более широкого круга сделок.

ПРИМЕНИМОСТЬ РЕКОМЕНДАЦИЙ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ДЛЯ РОССИИ

Как показывает анализ, для нашей страны актуальны практически все рекомендации Группы Тридцати, Группы Джованнини, а также функциональные рекомендации Центра европейских реформ. Несмотря на существующие недостатки в работе рынка ценных бумаг, Россия по-прежнему имеет возможности для создания инфраструктуры, которая сделает этот рынок привлекательным для инвесторов и эмитентов стран СНГ и инвесторов иных стран. С учетом этого необходим существенный пересмотр принципов построения этой системы — в основе должно быть создание центрального учетного института — Центрального депозитария.

Центральный депозитарий может стать институтом, обеспечивающим стабильность прав собственности на ценные бумаги, и решить основные проблемы российской учетной системы. Создание надежной системы учета прав на ценные бумаги особенно важно с учетом «прихода» на российский фондовый рынок средств пенсионных накоплений, сформированных в ходе внедрения накопительного элемента в российскую пенси-

онную систему. Кроме того, создание Центрального депозитария позволит создать эффективную и недорогую систему клиринга и расчетов на российском фондовом рынке.

На основе проведенного анализа можно сказать, что в настоящее для нашей страны **особенно актуальны рекомендации**, нацеленные на:

- снижение рисков на российском рынке ценных бумаг (в том числе риска утраты собственности на ценные бумаги, риска неисполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами);
- ускорение сроков расчетов по операциям с ценными бумагами;
- обеспечение эффективности системы взаимодействия участников расчетов и клиринга;
- облегчение раскрытия информации о составе владельцев ценных бумаг;
- облегчение возможностей проведения корпоративных действий и пр.

Это в свою очередь приведет к обеспечению защиты прав собственности на ценные бумаги, повышению ликвидности российского рынка ценных бумаг и активизации первичного размещения ценных бумаг российскими эмитентами.

Для совершенствования российского рынка ценных бумаг следует создать необходимую нормативно-правовую базу, учитывая рекомендации вышеперечисленных международных организаций, а также международный опыт в этой области. ■





ФУНКЦИИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ (РЕКОМЕНДАЦИИ АССОЦИАЦИИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ ЕВРАЗИИ)¹

1. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Участники Ассоциации Центральных Депозитариев Евразии (далее АЦДЕ) считают целесообразным рекомендовать центральным депозитариям исполнять функции, перечисленные в настоящем документе, и следовать иным рекомендациям, приведенным в настоящем документе.

Участники АЦДЕ (далее — Участники) считают, что каждая страна и каждый Центральный депозитарий самостоятельно принимают решение о возможности выполнения перечисленных функций и следования рекомендациям, приведенным в настоящем документе, а также самостоятельно определяют даты, начиная с которых планируется осуществлять рекомендации настоящего документа.

Участники считают возможным рекомендовать ведомствам, осуществляющим регулирование рынков ценных бумаг стран Участников, принять или изменить действующие нормативные документы с тем, чтобы центральные депозитарии могли бы выполнять функции, перечисленные в настоящем документе.

2. ЕДИНСТВЕННОСТЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Участники считают, что в каждой стране должен быть создан единственный Центральный депозитарий.

Участники признают целесообразным вести учет государственных² и негосударственных ценных бумаг в Центральном депозитарии.

3. ФУНКЦИИ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Основные функции

Участники считают, что Центральный депозитарий должен обеспечивать исполнение следующих функций:

Базовые функции

1. Осуществляет депозитарную деятельность: ведет учет и хранение ценных бумаг, фиксацию и удостоверение прав депонентов на ценные бумаги.

2. Осуществляет депозитарную деятельность в отношении максимально возможного числа типов, видов и выпусков эмиссионных ценных бумаг, обращающихся на национальном фондовом рынке.

3. Осуществляет депозитарную деятельность в отношении всех выпусков эмиссионных ценных бумаг, обращающихся на организованном рынке.

4. Является головным депозитарием для всех национальных выпусков эмиссионных ценных бумаг, если условия выпуска не предусматривают наличия реестродержателя, выполняющего функции головного учетного института.

5. Хранит документы, удостоверяющие выпуски ценных бумаг, в соответствии с принятой формой выпуска, для тех выпусков, по которым Центральный депозитарий является головным: решения о выпуске, глобальные сертификаты и/или иные документы в соответствии с национальным законодательством.

Открытие и ведение счетов

6. Открывает корреспондентские счета и иные счета в ценных бумагах депозитариям-резидентам, а также счета в ценных бумагах иным резидентам, для кото-

рых допускается открытие счетов в Центральном депозитарии. Осуществляет ведение этих счетов.

7. Открывает корреспондентские счета Центральным депозитариям иных стран и международным депозитарно-клиринговым организациям. Осуществляет ведение этих счетов.

8. Открывает корреспондентские счета в Центральном депозитарии иных стран и в международных депозитарно-клиринговых организациях, а также необходимые для осуществления депозитарных операций денежные счета в требуемой валюте.

9. Открывает корреспондентские счета в иных организациях-нерезидентах, осуществляющих ведение учета ценных бумаг своих клиентов³, и открывает корреспондентские счета таким организациям, если это допускается национальным законодательством.

10. Открывает счета в ценных бумагах иным нерезидентам, для которых допускается открытие счетов в Центральном депозитарии. Осуществляет ведение этих счетов.

Клиринг и расчеты по сделкам с ценными бумагами

11. Осуществляет клиринг по сделкам с ценными бумагами.

12. Осуществляет переводы ценных бумаг по результатам всех сделок, заключенных на организованном рынке ценных бумаг.

13. Осуществляет переводы ценных бумаг по результатам сделок, заключенных на неорганизованных рынках ценных бумаг.

14. Обеспечивает возможность использования режима «поставка против

¹ Документ «Функции центральных депозитариев (рекомендации Ассоциации Центральных Депозитариев Евразии)» принят в качестве рекомендаций Ассоциации II Конференцией АЦДЕ 6 октября 2005 г.

² То есть бумаг, эмитированных государством и/или уполномоченными им органами

³ То есть осуществляющих деятельность, имеющую признаки депозитарной



платежа» по сделкам, заключенным на организованном и неорганизованных рынках ценных бумаг.

15. Обеспечивает систему расчетов «сделка за сделкой» в режиме реального времени, а также системы расчетов с использованием клиринга в течение одного дня с момента заключения сделки или в иной срок, предусмотренный условиями сделки.

Взаимодействие с реестродержателями

16. Является номинальным держателем в реестрах по тем выпускам ценных бумаг, для которых предусмотрено наличие реестродержателя, выполняющего функции головного учетного института.

17. Является единственным номинальным держателем в реестрах в отношении всех выпусков ценных бумаг, допущенных к обращению на национальном организованном рынке, а также в отношении всех тех выпусков ценных бумаг, для которых признана необходимость единственности номинального держателя в реестре.

18. Обеспечивает переводы на основе электронного документооборота между счетами в реестрах в течение одного дня с момента заключения сделки или в иной срок, предусмотренный условиями сделки.

Кредитование ценными бумагами, залоговые операции, операции РЕПО

19. Поддерживает систему кредитования ценными бумагами с целью гарантирования расчетов по заключенным сделкам.

20. Выступает в качестве третьей стороны, гарантирующей выполнение условия сделок, по залоговым операциям, сделкам трехстороннего РЕПО и в иных необходимых случаях.

Документарные ценные бумаги

21. Осуществляет депонирование, хранение и учет ценных бумаг (сертификатов ценных бумаг), выпущенных в документарной форме.

22. Осуществляет обездвиживание и дематериализацию ценных бумаг, выпущенных в документарной форме в случае принятия соответствующих решений.

Депозитарные расписки

23. Является головным депозитарием по всем выпускам национальных депозитарных расписок.

24. Осуществляет учет и хранение ценных бумаг, депонированных для обеспечения выпуска депозитарных расписок и иных производных ценных бумаг.

Корпоративные действия

25. Обеспечивает эффективное исполнение корпоративных действий на основе стандартов электронного документооборота, в том числе при размещении

ценных бумаг, осуществлении выплат по ценным бумагам, погашении ценных бумаг, составлении реестров владельцев ценных бумаг.

Распространение стандартов, статистика, консультации

26. Распространяет международные стандарты осуществления депозитарной деятельности. Участвует в создании и распространяет национальные стандарты депозитарной деятельности, в том числе стандарты электронного документооборота по депозитарным операциям.

27. Осуществляет сбор, хранение и распространение статистических данных по депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг.

28. Ведет консультационную и образовательную работу в области депозитарной деятельности.

Дополнительные функции

Кроме того, участники считают, что на Центральный депозитарий может быть возложено выполнение следующих обязанностей:

1. Хранение, учет и осуществление депозитарных операций по немиссионным ценным бумагам.

2. Ведение денежных счетов депонентов в национальной и иностранных валютах. Целесообразно выполнение Центральным депозитарием этой функции в качестве кредитной организации.

3. Осуществление денежных расчетов по сделкам с ценными бумагами и выплат по ценным бумагам. Целесообразно выполнение Центральным депозитарием этой функции в качестве кредитной организации.

4. Оказание кастодиальных услуг национальным депонентам по иностранным бумагам и иностранным депонентам по национальным бумагам.

5. Хранение пакета ценных бумаг, принадлежащих государству на праве собственности.

6. Осуществление функций Национальной нумерующей организации: присвоение международных кодов ISIN выпускам ценных бумаг и национальных регистрационных кодов.

7. Ведение реестров владельцев ценных бумаг.

8. Выполнение функций Центральной клиринговой организации.

9. Выполнение функций спецдепозитария для фондов коллективного инвестирования, пенсионных фондов и иных институтов в соответствии с национальным законодательством.

10. Ведение национальной базы данных рынка ценных бумаг. Сбор, хранение и предоставление информации об эми-

тентах, о выпусках ценных бумаг, о корпоративных действиях, о существенных фактах и событиях у эмитентов, а также статистических данных по рынку ценных бумаг.

11. Выполнение Центральным депозитарием функций резервного депозитария – временное ведение счетов клиентов тех депозитариев и регистраторов, которые не в состоянии исполнять свои функции.

12. Хранение резервных копий информации депозитариев и регистраторов.

Центральный депозитарий может также выполнять иные функции и обязанности, если это не мешает выполнению функций, перечисленных в настоящем документе, и не становится доминирующим в работе Центрального депозитария.

4. ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Участники считают, что деятельность Центрального депозитария должна регулироваться специальным законом и осуществляться на основании этого закона.

Участники соглашались, что на этапе создания Центрального депозитария его функции могут выполняться более чем одной организацией, в том числе, на условиях обслуживания ими различных финансовых инструментов. Каждая страна самостоятельно определяет необходимость и продолжительность этого этапа как переходного к существованию единого Центрального депозитария.

Участники признают, что форму собственности Центрального депозитария каждая из стран выбирает самостоятельно с учетом особенностей своего законодательства, имея в виду максимальное соответствие выбранной формы целям и задачам, стоящим перед Центральным депозитарием.

Участники считают целесообразным включение в число собственников Центрального депозитария и участие в его управлении профессиональных участников рынка ценных бумаг и государственных органов.

Участники признают возможность значительного влияния на первом этапе создания Центрального депозитария государственных органов. Участники полагают, что каждая страна должна самостоятельно определить степень и период присутствия государственных органов в собственности Центрального депозитария и участия в его управлении.

Участники считают, что Устав Центрального депозитария должен содержать положение о том, что деятельность Цент-



рального депозитария носит некоммерческий характер: Центральный депозитарий ориентирован на оказание инфраструктурных услуг участникам рынка ценных бумаг и не ставит перед собой в качестве основной цели извлечение прибыли.

Участники полагают, что тарифы, доходы и финансовая политика Центрального депозитария должны находиться под контролем участников рынка ценных бумаг и соответствовать объявленным целям функционирования Центрального депозитария. Вместе с тем Участники считают, что доходы Центрального депозитария должны быть достаточными для обеспечения его надежной работы и для успешного развития в соответствии с поставленными перед ним задачами.

5. СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

Участники считают, что: Центральные депозитарии в своей работе должны уделять особое внимание оценке и контролю рисков и прилагать необходимые усилия по минимизации рисков. Процедуры оценки, контроля управления и минимизации рисков должны соответствовать принятым международным стандартам и рекомендациям.

Создаваемые Центральными депозитариями системы управления рисков должны включать в себя:

- оценку надежности контрагентов;
- процедуры оценки, мониторинга и измерения рисков депозитарной деятельности;
- оценки финансовой устойчивости и требований к ликвидности организации;
- оценки устойчивости деятельности организации при возникновении особых обстоятельств;
- планы восстановления деятельности организации при чрезвычайных обстоятельствах.

Участники рекомендуют Центральным депозитариям привести деятельность подразделений, отвечающих за осуществление внутреннего контроля, в соответствие с международными стандартами и рекомендациями, такими как Положение по аудиторским стандартам № 70 (*Statement on Auditing Standards — SAS 70*).

Участники рекомендуют Центральным депозитариям включать раздел, посвященный контролю и управлению рисками, в ежегодный отчет.

Участники считают целесообразным выработать единые стандарты управления рисками Центральными депозитариями и подготовить рекомендации по внедрению этих стандартов.

6. ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ ТЕРМИНЫ

В настоящем документе использованные термины понимаются следующим образом:

Депозитарная деятельность — учет и хранение ценных бумаг, фиксация и удостоверение прав депонентов на ценные бумаги, а также ограничений и обременений этих прав.

Депозитарий — организация, уполномоченная на осуществление депозитарной деятельности. К таким организациям относятся Центральный депозитарий, иные депозитарии и кастодианы, спецдепозитарии, а также могут относиться банки, брокеры, и иные институты в соответствии с национальным законодательством.

Головной депозитарий — депозитарий, осуществляющий хранение документов, удостоверяющих выпуски ценных бумаг. Такими документами могут быть решение о выпуске, глобальный сертификат и/или иные документы в соответствии с национальным законодательством. Головной депозитарий открывает счета другим депозитариям и другим депонентам, ведущим учет ценных бумаг соответствующего выпуска.

Центральная клиринговая организация — организация, основной функцией которой является зачет взаимных требований и обязательств сторон, участвующих в расчетах в результате совершения сделок с ценными бумагами, а также создание и поддержание системы гарантий исполнения таких сделок и контроль их осуществления.

Корреспондентский счет — счет в ценных бумагах открываемый депозитариями и предназначенный для фиксации и удостоверения его права, на учет соответствующего количества ценных бумаг на счетах депо его депонентов. В этом качестве в национальных нормативных документах могут употребляться иные термины: междепозитарный счет, счет номинального держателя и т. п.

Номинальный держатель — депонент корреспондентского счета или владелец счета номинального держателя в реестре.

Поставка против платежа — способ исполнения сделки купли-продажи ценных бумаг, при котором гарантируется, что будут либо в полном объеме исполнены и перевод ценных бумаг и перевод денег, либо не будет исполнен ни тот, ни другой перевод.

Национальное нумерующее агентство (ННА) — организация, присваивающая национальным выпускам ценных бумаг международные коды ISIN (*International Securities Identification Numbers*) в соответствии с требованиями международного стандарта ISO 6166 и являющаяся членом

международной ассоциации нумерующих агентств ANNA. ННА может также присваивать выпускам ценных бумаг национальные регистрационные коды и международные коды CFI (*Classification of Financial Instruments*) в соответствии с требованиями международного стандарта ISO 10962.

Депозитарные расписки — ценные бумаги, удостоверяющие право на определенное количество ценных бумаг, выпущенных эмитентом-нерезидентом в соответствии с законодательством другого государства.

Спецдепозитарий — депозитарий, выполняющий в отношении всех или части своих депонентов дополнительные обязанности, связанные с контролем допустимости сделок, заключаемых депонентом, и выполнения им иных обязанностей, а также осуществляющий ведение полного или частичного учета имущества, принадлежащего депоненту.

7. МАТЕРИАЛЫ, ПОСЛУЖИВШИЕ ОСНОВОЙ ДЛЯ ПОДГОТОВКИ РЕКОМЕНДАЦИЙ

Настоящие рекомендации подготовлены на базе следующих документов:

Материалы G30

(<http://www.group30.org/home.php>):

- *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets* (1989);
- *Global Clearing and Settlement: A Plan of Action* (January 2003)

Материалы ISSA

(<http://www.issanet.org/>):

- *G30/ISSA Recommendations: 1998/1999 Status Review* (May 1999)
- *ISSA Recommendations 2000*.

Материалы CPSS/IOSCO

(<http://www.bis.org/cpss/cpsspubl.htm>):

- *Recommendations for Securities Settlement Systems* (January 2001);
- *Recommendations for Securities Settlement Systems* (November 2001).

Материалы GG

(http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm):

- *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union* (November 2001)
- *Second Report on EU cross-border clearing and settlement arrangements* (April 2003). ■



ОПЫТ ОБЩЕНИЯ CRESTCo (КРЕСТCo) И БРИТАНСКИХ РЕГИСТРАТОРОВ

НАТАН ЭШУОРТ (NATHAN ASHWORTH), МЕНЕДЖЕР ПО КОРПОРАТИВНЫМ ДЕЙСТВИЯМ CRESTCo, ОТВЕЧАЮЩИЙ ЗА ВЗАИМООТНОШЕНИЕ С РЕГИСТРАТОРАМИ ВЕЛИКОБРИТАНИИ, И КОНОР ЛИСОН (CONOR LEESON), СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С ОБЩЕСТВЕННОСТЬЮ КОМПАНИИ EUROCLEAR SA/NV, РАССКАЗАЛИ ЖУРНАЛУ «ДЕПОЗИТАРИУМ» О СЛОЖИВШЕЙСЯ НА БРИТАНСКОМ РЫНКЕ СИСТЕМЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДЕПОЗИТАРИЯ И РЕГИСТРАТОРОВ.

ДЕПОЗИТАРИУМ Расскажите, пожалуйста, о текущей рыночной инфраструктуре Великобритании и о том, как строятся отношения между КРЕСТCo и регистраторами?

Н. Э. Рынок Великобритании является рынком именных ценных бумаг. Все британские и ирландские ценные бумаги, хранящиеся в системе КРЕСТ, имеют назначенного регистратора, ведущего реестр акционеров ценных бумаг. Розничный рынок Великобритании все еще не является дематериализованным, поэтому на рынке обращается большое количество сертификатов. Регистраторы осуществляют учет прав собственности на нематериализованные ценные бумаги.

Мы как Центральный депозитарий предоставляем возможность любому инвестору учитывать права собственности на бездокументарные ценные бумаги в форме записей по счетам в системе КРЕСТ. У нас установлено взаимодействие со всеми регистраторами, которые контролируют и ведут реестры ценных бумаг, хранящихся в системе КРЕСТ. С системой КРЕСТ работает около 15 регистраторов, различающихся по объему и набору услуг, которые они предлагают.

КРЕСТ действует в соответствии с Постановлением о бездокументарных ценных бумагах (поправка) (Допустимые долговые инструменты) 2003 г., которое прописывает, что могут делать держатели ценных бумаг в бездокументарной фор-

ме, какие типы ценных бумаг они могут держать и т. д.

КРЕСТ, по сути, является связующим звеном между инвесторами и регистратором.

ДЕПОЗИТАРИУМ После расчетов по сделкам КРЕСТ передает информацию регистратору?

Н. Э. Если совершается сделка между двумя инвесторами, которые имеют счета в системе КРЕСТ, информация по расчетам направляется в систему. По окончании расчетов по сделке система посылает уведомление регистратору о необходимости обновления данных в реестре.

ДЕПОЗИТАРИУМ Должны ли инвесторы открывать счета в регистраторе?

Н. Э. Любой инвестор может обратиться непосредственно к регистратору и проверить, является ли он акционером, или запросить иные услуги. Инвесторы не имеют счета как такового у регистратора, есть только запись в реестре определенной компании, показывающая владельцев ценных бумаг.

ДЕПОЗИТАРИУМ Сколько времени требуется системе КРЕСТ для передачи информации о смене владельцев ценных бумаг регистратору? Как быстро регистратор меняет записи в реестрах?

Н. Э. Это происходит очень быстро, в течение нескольких секунд. Кроме того, чтобы регистратор являлся членом системы КРЕСТ и работал с бездокументарными ценными бумагами, он должен све-

рять свои данные с нами ежедневно, чтобы удостовериться, что наши регистрационные данные соответствуют данным реестра.

Регистратору предоставляется доступ в систему КРЕСТ, как и остальным участникам. Только форма членства для регистраторов особая и зависит от спектра предоставляемых ими услуг. Некоторые регистраторы также являются агентами-получателями.

ДЕПОЗИТАРИУМ Большая часть ценных бумаг в Великобритании все еще существует в документарной форме?

Н. Э. Если смотреть на объем акций, то большая часть акций хранится в системе в бездокументарной форме, однако если посмотреть на количество инвесторов, то большинство из них не являются членами КРЕСТ. Большинство розничных инвесторов до сих пор хранят сертификаты. Физические лица могут иметь счет в системе КРЕСТ, они могут быть непосредственными или спонсируемыми членами системы (если у них есть спонсор, который будет управлять счетом), но большая часть бумаг, хранящихся в системе, конечно, принадлежит институциональным инвесторам — кастодианам, брокерам.

Конечно, инвестор, работающий через брокера, также, вероятно, будет держать ценные бумаги в системе. Но многие розничные инвесторы, приходя к брокеру купить акции, рассчитывают полу-



СПРАВКА

КРЕСТКо является Центральным депозитарием Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии, а также Ирландии, и оператором расчетной системы КРЕСТ. В 2006 г. компания отметит 10-ю годовщину деятельности. Начав работу в 1996 г., в сентябре 2002 г. КРЕСТКо вошел в состав группы *Euro-clear* – группы национальных и международных депозитариев.

Компания предоставляет современные низкочастотные расчеты по широкому спектру корпоративных и государственных ценных бумаг, включая ценные бумаги, обращающиеся на Лондонской и Ирландской фондовых биржах и электронной бирже *virt-x*. Кроме того, КРЕСТ проводит расчеты по инструментам денежного рынка и инвестиционных фондов, а также множеству международных ценных бумаг.

Деятельность КРЕСТКо регулируется Управлением финансовых услуг (*Financial Services Authority, FSA*). КРЕСТ признан одной из наиболее эффективных расчетных систем в мире и лидером в области снижения расчетных рисков.

Членами системы могут быть как юридические, так и физические лица. В настоящее время в системе 275 пользователей, которые представляют 40 тыс. корпоративных и индивидуальных членов КРЕСТ.

Несмотря на то что КРЕСТКо предоставляет услуги по расчетам с ценными бумагами и является депозитарием, компания не предоставляет услуг по хранению сертификатов ценных бумаг. Реестр владельцев ценных бумаг ведется регистраторами.

чить на руки сертификат. Но эти сделки проходят напрямую между инвестором и регистратором без участия КРЕСТ, так как система КРЕСТ используется только для учета бездокументарных ценных бумаг.

ДЕПОЗИТАРИУМ **Предпринимаются ли какие-то действия в настоящее время для перевода всех бумаг в бездокументарную форму?**

К. Л. Работу по этому вопросу возглавил европейский форум по ценным бумагам (*European Securities Forum*) совместно с КРЕСТ, и, насколько я понимаю, эта рабочая группа выпустит консультационный документ в начале 2006 г., для того чтобы узнать мнение рынка. Как принято в Великобритании, пройдут масштабные консультации с участниками рынка по существу.

КРЕСТ работает не только с ценными бумагами Соединенного Королевства, но и ирландскими акциями. Ирландский рынок подошел ближе к дематериализации, двигаясь даже быстрее рынка Соединенного Королевства. Создана рабочая группа, и в ноябре 2005 г. выпущен консультационный документ по вопросам дематериализации в Ирландии.

ДЕПОЗИТАРИУМ **Какое воздействие окажет дематериализация на регистраторов, по вашему мнению?**

Н. Э. Роль регистратора не ограничивается только работой с сертификатами ценных бумаг. Несмотря на то что владельцы ценных бумаг являются членами КРЕСТ, регистраторы отвечают за ведение реестра этих владельцев ценных бумаг. Некоторые регистраторы также выступают агентами-получателями и обслуживают корпоративные действия и новые выпуски ценных бумаг. Они выполняют комплексную функцию, которая включает в себя большое количество услуг, поэтому даже если все ценные бумаги будут храниться в бездокументарной форме, регистраторы не останутся без работы.

Хорошим примером может быть услуга, при предоставлении которой с недавнего времени резко снизился объем бумажной работы, – это голосование по доверенности.

Регистратор полностью отвечает за этот процесс и должен удостовериться, что акционеры получили извещение о собрании, получить доверенности и фактически провести собрание. До недавнего времени этот процесс включал в себя большой объем канцелярской работы, поскольку регистраторы должны были посылать бланки доверенности, которые инвесторы заполняли и высылали обратно регистратору. Регистратор обрабатывал эти формы и подсчитывал голоса. Для удовлетворения нужд участников рынка и регистраторов, которые нуждались в автоматизации голосования по доверенности, был запущен новый процесс с использованием системы КРЕСТ. В настоящее время участники КРЕСТ голосуют электронно, их голоса пересылаются регистраторам, которые их подсчитывают. Несомненно, новый процесс выгоден регистраторам, так как им не приходится обрабатывать сотни карточек, приходящих по почте. КРЕСТ предоставляет только техническую возможность, но не отвечает за какую-либо часть собрания акционеров.

На рынке именных ценных бумаг Великобритании регистраторы играют важную роль, предоставляя услуги от имени эмитента. КРЕСТ предоставляет связь между регистраторами и акционерами на основании сквозной обработки сделок (*STP*), но не отвечает за сами процессы, связанные с какими-либо действиями эмитента или инвестора. ■



ИНОСТРАННЫЙ НОМИНАЛЬНЫЙ ДЕРЖАТЕЛЬ: ПРОБЛЕМА ИЛИ РЕШЕНИЕ?

Произойдет ли утечка ликвидности, если разрешить иностранным депозитариям учитывать и хранить российские ценные бумаги? Этот вопрос прокомментировал заместитель директора НДЦ Денис СОЛОВЬЕВ в своем интервью журналу «Вестник НАУФОР».*

В. Н. Денис Вячеславович, существует ли у рынка реальная потребность в формировании общего депозитарного пространства?

Д. С. Депозитарное пространство — это, в сущности, корреспондентские отношения между депозитариями. Корреспондентские отношения устанавливаются с тем, чтобы у клиентов имелась возможность пользоваться услугами разных депозитарных учреждений. Конкретный пример: между Национальным депозитарным центром и Депозитарно-Клиринговой Компанией корреспондентские отношения установлены, и поэтому, скажем, клиенты НДЦ могут поставить бумаги в ДКК в течение одного дня. В России проблем в этой сфере нет: лицензированные институты в принципе могут взаимодействовать, и только от их политики по управлению рисками зависит, насколько они готовы устанавливать отношения между собой. За исключением одного обстоятельства: Инструкция ЦБ РФ №44 подразумевает необходимость учитывать ценные бумаги по месту хранения, поэтому банковские депозитарии испытывают определенные затруднения при организации учета бумаг в депозитариях-корреспондентах и расчетов по ним. НДЦ и ДКК могут взаимодействовать эффективно лишь потому, что согласно Постановлению ФКЦБ №36 такое ограничение для них не применяется: учет места хранения не ведется.

В. Н. А вне России проблемы имеются?

Д. С. Мы беседуем в очень хороший день: кредитный комитет Евроклира принял решение об открытии НДЦ прямого счета. Причем следует иметь в виду, что Клирстрим нам прямой счет уже открыл. Ни у одного российского небанковского депозитария счетов в этих организациях нет. Это своего рода признание нашего статуса: открыть счет организации, капитал которой неразличим по сравнению с капиталом других клиентов — это достаточно нетривиальная задача. Мы решили эту задачу уже дважды, — это означает, что российская депозитарная система получила признание западных коллег.

Тем не менее установление отношений с иностранными депозитариями сопряжено с рядом трудностей. Если для российского депозитария проблема открытия счета в иностранном депозитарии, как видим, решаема, то иностранному депозитарию открыть счет в РФ невозможно. Лицензионные требования таковы, что иностранец их выполнить не может. А открыть счет номинального держателя можно только при наличии лицензии. Технически лицензировать можно кого угодно, хотя, вероятно, имело бы смысл предъявлять к иностранным депозитариям требования, отличающиеся от требований к отечественным депозитарным структурам. Но прежде надо решить ряд существенных — не технических! — вопросов. Например, понять, не будет ли

через такие организации утекать за рубеж ликвидность российского фондового рынка? Если зачислить бумаги на счет иностранного номинального держателя, скажем, *DTC*, который является расчетным депозитарием *NASDAQ* и *NYSE*, (а денежные расчеты по российским акциям у нас уже по большей части оффшорные), то не возникнет ли ситуация, при которой на этих биржах можно будет организовать прямое обращение российских бумаг? Не будет ли рынок перенесен за границу?

Это ключевой вопрос. Его необходимо решить перед тем, как разрешать/не разрешать той или иной организации учитывать бумаги. Я считаю, что может существовать прямой нормативный запрет на ведение такого рода деятельности. Можно решить этот вопрос путем сегрегации позиций отдельных клиентов на счете иностранного номинального держателя, что, кстати, поможет решить вопрос распознавания налогового режима реального владельца ценных бумаг. Сейчас ситуация решается следующим образом: иностранный кастодиан зачисляет бумаги своих клиентов на российские счета его дочерней кипрской компании, которой реально эти бумаги не принадлежат. Настоящий владелец имеет иной налоговый статус. В результате возникает юридическая коллизия: налоги либо недоплачиваются, либо переплачиваются. Если переплачиваются — это проблема

* «Вестник НАУФОР», № 12, 2005



того, кто переплачивает. Если недоплачиваются — это проблема государства.

Владельцы депозитарных расписок испытывают трудности иного рода. Скажем, *The Bank of New York* с точки зрения российского права является собственником всех российских «голубых фишек», за исключением акций Газпрома. Исключительный случай: одна и та же в принципе деятельность, но разный правовой статус одного и того же финансового института. В одном случае владельцы бумаг могут ими голосовать, а в другом — не могут (вместо них голосует в качестве собственника, *The Bank of New York*). При этом реальные мнения владельцев учесть невозможно: в российском законодательстве не реализована возможность различного голосования акциями одного владельца (проблема раздвоения личности).

Есть проблемы по части антимонопольного законодательства. Проконтролировать, кто реально владеет тем или иным предприятием (учитывая, что принцип аффилированности размыт), невозможно.

Существуют и другие проблемы, в течение долгого времени не решаемые. Не решаются они в силу того, что нашими умами владеет страх: ликвидность учтет, если разрешить номинальное держание. Для страха были бы основания, если бы российская учетная система была замкнутой и не существовало бы такой организации, как упомянутый *The Bank of New York*. *BONY* долгое время успешно депонирует огромные объемы депозитарных расписок на российские ценные бумаги, и они обращаются на других рынках. Мы создали вокруг себя некий кокон, но страдаем оттого, что, *во-первых*, утечки из него все равно происходят (АДР), а *во-вторых*, боясь утечки, мы не даем возможности свободного доступа на рынок. При этом мы по-прежнему «зажорены» и не пытаемся устранять те трудности, с которыми сталкиваются, выходя на наш рынок, иностранные инвесторы. Мы живем в плену нашего страха.

Речь не только о *DTC*, *Clearstream* или *Euroclear*: с вопросами о возможности открытия счета номинального держателя к нам обращались и коллеги из Казахстана, Украины. Но позиция регулятора до настоящего времени не сформулирована. Между тем вопрос рано или поздно придется решать по следующим причинам. *Во-первых*, если России все же удастся добиться вступления в ВТО, то следует обеспечить выполнение базовых требований этой организации. В частности, нам придется признавать иностранные лицензии. *Во-вторых*, при создании Центрального депозитария мы не сможем обеспечить базовый для международного права

принцип взаимности: нам открывают счета номинального держания, а мы не имеем этой возможности. При этом мы позволяем существовать программе депозитарных расписок. Таким образом, мотивация для решения проблемы имеется.

Ситуация нуждается в разрешении и с точки зрения российского профессионального участника рынка, и с точки зрения российского государственника. Мне кажется, здесь имеет место некоторое непонимание того, как работает сам механизм номинального держания, а мы боимся всего, чего не понимаем.

В. Н. Что же делать?

Д. С. Создавать единое депозитарное пространство. Причем стратегия его построения одна и та же, идет речь об СНГ или о мировом рынке. Единственное требование: мы должны сделать процесс управляемым. Признавать иностранное номинальное держание нужно, но с определенными ограничениями, и, возможно, руководствуясь некой пилотной схемой. Мы должны вначале дать доступ на наш рынок либо только центральным депозитариям, либо крупным известным структурам. Будет накоплен определенный опыт и, исходя из него, можно будет уже осуществлять окончательную либерализацию. Мы заинтересованы в том, чтобы на нашем рынке были созданы условия для работы иностранных инвесторов, чтобы на наш рынок приходили обороты. И у наших коллег из СНГ существует совершенно такой же интерес. Искусственные барьеры забирают потенциальные объемы и у России, и у других стран СНГ. Поэтому надо решать проблемы взаимодействия: вначале в рамках пилотных проектов с крупными иностранными депозитариями, потом расширяя круг и включая в него все центральные депозитарии, но так, чтобы опосредованного обращения российских ценных бумаг не происходило. По этому поводу нужно выразить наши опасения. И в случае возникновения инцидентов просто закрывать счета. Если у ЦД и у бирж будет такой риск, то никто не станет организовывать у себя тяжелую и затратную схему обращения иностранных бумаг. Я считаю, что при наличии такого требования опасность ухода оборотов будет минимальна.

Сейчас открывать счета номинального держания имеет смысл именно точно. Помимо прочего, могут обнаружиться такие риски, о которых сейчас никто не задумывается.

Доводов против открытия иностранцам счетов номинального держания много, я и сам их приводил. Но тенденции рынка нельзя игнорировать: а на рынке происходит рост оборотов по опе-

рациям с депозитарными расписками. Если названные проблемы будут решены, возникнут основания для включения России в международное депозитарное пространство, которое пока прекрасно существует без нас.

Существуют иностранные рынки, на которых есть интерес у наших российских инвесторов. Соответственно, и у тех клиентов иностранных депозитариев, которые имеют интерес в России, есть желание не участвовать в рисках чужого депозитария, а работать через свою национальную учетную систему, оставаясь в привычных рисках, в привычной среде.

НДЦ как расчетный депозитарий готов, должен и может устанавливать корреспондентские отношения и создавать междепозитарное пространство с другими центральными расчетными депозитариями — национальными и международными. В отношении же обслуживания счетов клиентов глобальных кастодианов, хочу сказать, что расчетные депозитарии заниматься этим не должны. Конкурировать с собственными клиентами — последнее дело. Понятно, что такая конкуренция так или иначе существует. Но эскалировать этот конфликт неправильно. Кстати, в этом заключается существенная разница между позициями ДКК и НДЦ. Все-таки расчетный депозитарий должен быть ориентирован на обслуживание как клиента, так и торговой площадки.

И эта, и другие обозначенные в нынешнем разговоре проблемы имеют концептуальный характер.

Однако, оставаясь в рамках наших детских страхов, мы не можем приступить к решению проблем более зрелого возраста. Регулятор должен нащупывать подходы к их решению уже сейчас, не откладывая на то время, когда ЦД будет создан. Кстати, все эти подходы уже обозначены в концепции закона о ЦД, я ничего революционного не предлагаю. Там написано, что ЦД будет открывать счета номинального держания Центральным депозитариям других государств. После принятия соответствующего закона технически Центральный депозитарий можно создать на следующий день. Сегодня закон — завтра ЦД. Но дальше встает вопрос о его функциональности: может он или нет выполнять предписанные законом функции.

Скажем, в законе прописаны функции иностранного номинального держания, но с их реализацией явно возникнут определенные противоречия. Будут проблемы с налоговым, с акционерным, антимонопольным законодательством, возникнут противоречия с нормативными документами ФКЦБ/ФСФР. Все это надо расчищать, все эти акты должны быть приведены в со-



ответствие и согласованы между собой.

Мы сейчас говорили о самых наболевших вопросах создания междепозитарного пространства. За рамками остался ряд проблем, например, проблемы технологические. Вообще, есть вопросы, доступные только восприятию профессионала. И в наших дискуссиях по поводу инфраструктуры мы их не обсуждаем. Мы говорим о правах собственности на Центральный депозитарий, о структуре возможного холдинга. Но никто не просчитывает возможности реализации предлагаемых схем, не считает, что получит после реализации конечный пользователь. Есть мнения относительно того, как разные люди с учетом своих интересов хотели бы выстроить отношения в рамках будущей инфраструктуры. Но нет анализа того, как именно эта структура будет работать, как сложатся отношения между ключевыми пользователями — не собственниками. А прочим депозитариям это следует понимать ничуть не меньше, чем тем расчетным депозитариям, на базе которых предполагается эту структуру строить или модернизировать.

Важны также вопросы межгосударственного взаимодействия. Мы сталкиваемся с тем, что, помимо выработки экспертного суждения, необходимо обеспечить механизм доведения этого мнения до на-

ших государственных органов. Статус нашего участия в международных ассоциациях в ситуации отсутствия Центрального депозитария ниже, чем мог бы быть, мы много теряем от отсутствия такого статуса. Но тут мы опять вплотную подходим к теме Центрального депозитария.

В. Н. Так ведь невозможно ее избезжать. Скажем, заместитель руководителя Федеральной антимонопольной службы Андрей Кашеваров недавно публично высказался в пользу создания ЦД без участия уже существующих структур. И, что настораживает, тема получила развитие: директор департамента корпоративного управления МЭРТ Анна Попова озвучила идею, что создание ЦД может быть профинансировано из инвестфонда.

Д.С. Андрей Кашеваров в своем выступлении на пленарном заседании конференции «Back Office 2005», проходившей осенью в Москве, сказал, что это его личная, дискуссионная точка зрения. Скорее всего, он хотел увидеть реакцию: и она последовала. На панельной дискуссии президент ДКК Игорь Морьяков заявил, что не считает подобную модель плодотворной и что участники рынка его в этом поддерживают. На дискуссии присутствовали и участники рынка, которые г-на Морьякова не опровергли.

В эффективности подобной схемы действительно могут возникать сомнения. Государство должно будет начинать все с нуля. Потребуется колоссальное финансирование, соответствующий закон.

Но я не говорю, что такая схема не может быть реализована в принципе. Ориентировочный срок решения подобной задачи — года три. В результате возникнет институт, который станет между одной уже существующей системой и другой существующей системой, между регистраторами и депозитариями. Существуя между коммерческими структурами и коммерческими структурами, такой ЦД будет оттягивать на себя часть их маржи. Издержки лягут на конечного инвестора. Это удорожит инвестиции в российскую экономику и сделает их менее эффективными.

Но есть и аргумент в пользу реализации такой схемы: при невозможности сторон договориться существует единственный способ продолжить движение — обойти препятствие.

Мало того, в существующий вариант концепции Центрального депозитария подобный сценарий заложен, и этот момент вызывает опасения. Я считаю, что для участников переговоров это должно стать самым существенным стимулом к тому, чтобы все-таки договориться. ■

ПРОЕКТЫ НДЦ

НДЦ принят в Ассоциацию европейских центральных депозитариев

20 января 2006 г. Общее собрание Ассоциации европейских центральных депозитариев (European Central Securities Depository Association, ECSDA) приняло решение о приеме НДЦ в Ассоциацию в качестве полноправного члена и включении Директора НДЦ в Совет директоров Ассоциации.

Данное решение является свидетельством признания инфраструктурных организаций российского рынка ценных бумаг полноправными членами европейского финансового

сообщества, заинтересованности в развитии и укреплении взаимодействия между российскими и европейскими компаниями, а также лидирующей роли НДЦ в депозитарно-расчетной инфраструктуре российского фондового рынка.

Вступление в Ассоциацию европейских центральных депозитариев стало хорошим началом десятого, юбилейного года деятельности НДЦ, — 21 января 2006 года НДЦ исполнилось 9 лет, — и в ряду других событий определяет направление развития НДЦ накануне десятилетия.

СПРАВКА

Ассоциация европейских центральных депозитариев (European Central Securities Depository Association, ECSDA) учреждена в ноябре 1997 года в Мадриде для обмена опытом и налаживания отношений между центральными депозитариями Европы. Основной целью Ассоциации является содействие гармонизации рыночных практик в Европе для формирования единого европейского рынка капитала. ECSDA принимает решения и разрабатывает рекомендации по экономическим, финансовым и юридическим вопросам для снижения рисков и увеличения эффективности депозитарных и расчетных услуг в Европе.

Членами Ассоциации являются 16 центральных и 3 международных депозитария, включая Clearstream Banking, Euroclear,

CRESTCo Ltd. В 2006 году произошло слияние ECSDA с Ассоциацией депозитариев и клиринговых домов центральной и западной Европы (Central and Eastern European Securities and Clearing Houses Association), в которую входили 13 полноправных членов, а также 5 ассоциированных членов, в числе которых Депозитарно-Клиринговая Компания.

В настоящее время работа ECSDA направлена на устранение барьеров, указанных в рекомендациях Группы 30 и докладах Группы под руководством Альберто Джиованнини при Европейской комиссии (European Commission), препятствующих эффективному взаимодействию депозитариев и участников рынка.

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

НДЦ ПРИСТУПИЛ К ОБСЛУЖИВАНИЮ АКЦИЙ ОАО "ГАЗПРОМ"



С целью обеспечения расчетов по сделкам с акциями ОАО «Газпром», заключаемым на Фондовой бирже ММВБ, НДЦ открыл междепозитарные счета депо в АБ «Газпромбанк» и ЗАО «Расчетно-депозитарная компания», а также лицевой счет номинального держателя в ЗАО «СР-ДРАГа», осуществляющим ведение реестра владельцев ценных бумаг ОАО «Газпром».

Торги акциями ОАО «Газпром» на Фондовой бирже ММВБ стали возможными после вступления в конце 2005 года в силу

поправок в законодательство, которые либерализовали рынок акций крупнейшего российского эмитента и сняли ограничения на количество торговых площадок, где допускается их обращение.

Обслуживание операций с акциями ОАО «Газпром» осуществляется в соответствии с действующими тарифами НДЦ и в том же порядке, который действует в отношении акций других российских эмитентов. ■

ОБ ИТОГАХ ОБЩЕГО СОБРАНИЯ ЧЛЕНОВ НЕКОММЕРЧЕСКОГО ПАРТНЕРСТВА «НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР»

22 декабря 2005 г. состоялось очередное общее собрание членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр».

Общее собрание приняло решение об установлении целевого ориентира по наращиванию собственного капитала НДЦ до 50 млн долл. к 1 января 2010 г., что соответствует среднему уровню капитализации центральных депозитариев Европы.

По итогам 2005 г. ожидаемая величина собственного капитала НДЦ возрастет с 419 до 616 млн руб., чистая прибыль — с 147 до 191 млн руб.

Члены Партнерства утвердили бюджет НДЦ на 2006 г. и новые тарифы оплаты услуг.

В соответствии с принятым решением с 1 января 2006 г. будут снижены на 15% тарифы НДЦ за услуги по хранению и учету государственных, муниципальных и корпоративных облигаций.

С целью сокращения расходов участников фондового рынка, связанных с оплатой услуг по хранению и учету акций российских эмитентов, с начала 2006 г. также планируется:

- снижение с 1 января 2006 г. на 20% тарифов за хранение и учет акций с возможностью дальнейшего снижения в течение года. Данное снижение коснется всех диапазонов стоимости остатка ценных бумаг, за исключением нижнего, предусматривающего плату за первые 100 млн рублей стоимости хранимых активов;

- создание разделов, предназначенных для длительного хранения акций, не участвующих в биржевых торгах. Хранение

акций на этих разделах позволит ускорить перевод акций на биржевые торги по сравнению с существующим порядком перевода акций из реестров владельцев ценных бумаг.

Для сокращения затрат эмитентов облигаций принято решение с 1 января 2006 г. тариф за обслуживание выпуска облигаций заменить на тариф оплаты услуг НДЦ по обеспечению размещения облигаций путем конвертации в них находящихся на обслуживании в НДЦ выпусков облигаций при реорганизации эмитента.

С целью повышения эффективности и дальнейшей демократизации управления Партнерством на общем собрании принято решение о расширении полномочий Совета директоров НДЦ. В частности, в компетенцию Совета директоров НДЦ включены вопросы утверждения тарифов оплаты услуг НДЦ, выбор аудитора, формирование консультативных органов НДЦ. Соответствующие изменения будут внесены в устав НДЦ и положение о Совете директоров.

Члены Партнерства одобрили функциональную модель новой технологической платформы НДЦ, разработанную совместно с одним из мировых лидеров в области консалтинга — компанией *Accenture*. Анализ базовой функциональной модели НДЦ, проведенный компанией *Accenture*, подтвердил соответствие функционала НДЦ общепринятым практикам работы национальных и международных центральных депозитариев. Переход на новую технологическую платформу позволит, сохраняя непрерывность бизнеса НДЦ, обеспечить технологическую готовность оперативно оказывать новые услуги по мере изменения законодательства и рыночных условий. ■

ИТОГИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НДЦ ЗА 2005 ГОД

НДЦ подвел итоги операционной работы за 2005 г. За истекший период существенно выросли все показатели деятельности Партнерства.

Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, выросла на 34% и составила 1,8 трлн руб., при этом количество ценных бумаг увеличилось в 2,4 раза и превзошло 50 млрд.

Количество выпусков ценных бумаг, принятых на обслуживание в НДЦ, превысило 1400. Из них 41% составили акции акционерных обществ, 24% — корпоративные облигации, 19% — государственные ценные бумаги, 10% — субфедеральные и муниципальные облигации, 6% — паи паевых инвестиционных фондов и еврооблигации.

Общее количество депонентов НДЦ на конец года составило 688, количество счетов депо — 1432.

Количество эмитентов, которым открыты эмиссионные счета депо, в 2005 г. выросло на 34%, достигнув 361. Число обслуживаемых выпусков облигаций корпоративных и региональных эмитентов увеличилось на 30% и составило 476. К концу года НДЦ зарегистрирован в качестве платежного агента по 73 выпускам облигаций, находящихся на обслуживании. За год НДЦ как платежный агент произвел 136 выплат купонов и погашений по облигациям в объеме 12,4 млрд руб.

Значительно увеличилось количество ежемесячно совершаемых депозитарных операций и составило в среднем 93 тыс. операций в месяц. 30 декабря 2005 г. в системе депозитарного учета НДЦ, отражающей операции с конца 1999 г., зарегистрировано и исполнено миллионное поручение клиента. ■

СДЕЛКИ НА РЫНКЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ ЗА 2005 Г.



Сводные статистические данные за 2005 г. по корпоративным и региональным (субфедеральным и муниципальным) документарным облигациям с обязательным централизованным хранением в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) глобальных сертификатов выпусков.

Всего на 1 января 2006 г. в НДЦ как уполномоченном депозитарию находится на обслуживании 395 выпусков (с учетом траншей выпусков, обращение которых осуществляется траншами) корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 31 декабря 2005 г.) 273 эмитентов общей номинальной стоимостью 693,12 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещаться после 31 декабря 2005 г.):

- 89 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 41 эмитента общей номинальной стоимостью 212,81 млрд руб.;
- 306 выпусков корпоративных облигаций 232 эмитентов общей номинальной стоимостью 480,31 млрд руб.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

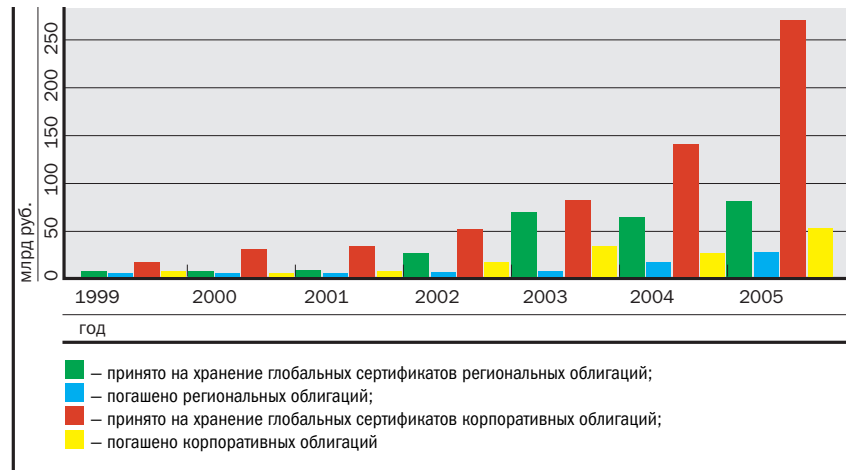
Анализ по срокам обращения 306 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 480,31 млрд руб. с датой погашения после 31 декабря 2005 г. (табл. 1) показывает, что по состоянию на 1 января 2006 г. на рынке корпоративных облигаций преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 2 до 3 лет — на них приходится 47% по количеству выпусков и 36% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска равен 1,177 млрд руб., а средний срок обращения — 1075 дней (примерно 2,9 года).

По объему выпуска преобладают корпоративные облигации со сроком обращения от 3 до 5 лет — на эту группу корпоративных облигаций приходится 44% по данному показателю (средний объем выпуска — 1,978 млрд руб. по номиналу) и 35% по количеству выпусков, а средний срок обращения — 1421 день (примерно 3,9 года).

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аналогичный анализ по срокам обращения 89 выпусков региональных облигаций общим объемом 212,81 млрд руб. с датой погашения после 31 декабря 2005 г.

ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРИОД 1999–2005 ГГ.



показывает, что по состоянию на 1 января 2006 г. среди обращающихся региональных облигаций преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3 до 5 лет — на них приходится 37% по количеству выпусков и 42% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По этой группе облигаций средний объем выпуска составляет 2,728 млрд руб., а средний срок обращения — 1381 день (примерно 3,8 года).

ИНФОРМАЦИЯ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 2005 Г.

За 2005 г. объемы биржевого (данные ФБ ММВБ) и внебиржевого (данные НДЦ) оборотов корпоративных и региональных облигаций (НГЦБ) составили: 2024,2 и

865 млрд руб. соответственно (табл. 3). Для сравнения оборот ГЦБ за 2005 г. составил 357,6 млрд руб. (табл. 4).

Общий оборот биржевого и внебиржевого рынков за 2005 г. (всего по ГЦБ и НГЦБ) составил 3246,8 млрд руб. (табл. 5). Доля оборота с ГЦБ составила 11%, с региональными — 32%, с корпоративными — 57%.

Лидеры по итогам 2005 г. по биржевому (ФБ ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) оборотам корпоративных и региональных облигаций приведены в табл. 6, а по количеству операций — в табл. 7. В табл. 8 приведены сводные данные по итогам 2005 г. по количеству сделок на биржевом (ФБ ММВБ) и внебиржевом (НДЦ) рынках корпоративных и региональных облигаций. ■

Таблица 1. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2005 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе (шт.) и удельный вес группы по этому показателю (%)	Общий объем выпусков в группе (млн руб.) и удельный вес группы по этому показателю (%)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	3 (1%)	4 500 (1%)	1 500	361
От 1 до 2 лет	23 (8%)	25 984 (5%)	1 130	704
От 2 до 3 лет	147 (47%)	173 081 (36%)	1 177	1 075
От 3 до 5 лет	106 (35%)	209 705 (44%)	1 978	1 421
Более 5 лет	27 (9%)	67 035 (14%)	2 483	2 299
Итого	306 (100%)	480 305 (100%)	1 570	1 268



Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2005 Г.

Срок обращения, лет	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по данному показателю, %)	Общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	9 (10)	4 425 (2%)	492	587
От 2 до 3 лет	29 (33)	37 640 (18%)	1 298	963
От 3 до 5 лет	33 (37)	90 028 (42%)	2 728	1 381
Более 5 лет	18 (20)	80 720 (38%)	4 484	2 497
Итого	89 (100)	212 813 (100%)	2 391	1 390

Таблица 3. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (НГЦБ) ПО ИТОГАМ 2005 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	773	266	1 039
Корпоративные облигации	1 251,2	599	1 850,2
Итого по сектору	2 024,2	865	2 889,2

Таблица 4. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (ГЦБ) ПО ИТОГАМ 2005 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГКО	—	—	—
ОФЗ	357,6	—	357,6
Итого по сектору	357,6	—	357,6

Таблица 5. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРАХ ГЦБ И НГЦБ ПО ИТОГАМ 2005 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГЦБ	357,6	—	357,6
НГЦБ	2 024,2	865	2 889,2
Итого по секторам ГЦБ и НГЦБ	2 381,8	865	3 246,8

Таблица 6. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ 2005 Г.

Облигации	Оборот, млрд руб.	Доля, %
Корпоративные облигации		
ЦентрТелеком об04	80,18	4
РЖД об03	59,92	3
ФСК ЕЭС об01	57,6	3
ЛУКОЙЛ об02	56,14	3
ФСК ЕЭС об02	54,37	3
Прочие	1534	84
Региональные облигации		
Правит. Московской обл. об05	128,6	12
Правит. Московской обл. об04	115,9	11
Москва об39	106,1	10
Москва об29	49,82	5
Москва об40	37,56	4
Прочие	591,3	58

Таблица 7. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО КОЛИЧЕСТВУ СДЕЛОК (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ 2005 Г.

Облигации	Оборот, количество сделок	Доля, %
Корпоративные облигации		
ЦентрТелеком об04	5 816	3
ЮТК об07	4 488	2
ТД Евросеть об01	3 911	2
АПК ОГО об01	3 664	2
Нортгаз-Финанс об01	3 306	2
Прочие	186 414	89
Региональные облигации		
Правит. Московской обл. об05	6 838	9
Москва об39	6 486	8
Правит. Московской обл. об04	3 870	5
Адм. Новосибирской обл. об12	3 135	4
Москва об29	2 937	4
Прочие	54 897	70

Таблица 8. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ 2005 Г., ШТ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
РЕГИОНАЛЬНЫЕ	73 058	5 105	78 163
КОРПОРАТИВНЫЕ	192 881	14 718	207 599
Итого по сектору	265 939	19 823	285 762

ПЕРЕЧЕНЬ СТАТЕЙ, ОПУБЛИКОВАННЫХ В ЖУРНАЛЕ «ДЕПОЗИТАРИУМ» В 2005 Г. (№ 1–12)



- Абретова Н. Проблемы электронного документооборота депозитария (6)
- Абретова Н., Братанов М. Междепозитарные корреспондентские отношения как платформа для интеграции фондовых рынков стран СНГ (9)
- Авакян Е. Реформирование системы регулирования финансового рынка: проблемы и перспективы (5)
- Авакян Е. Финансовый рынок на распутье: куда, зачем, как? (7)
- Айзель Г., Мейер У., Отлик П. Национальное нумерирующее агентство: политика и практика (6)
- Аксенова Г. «Безопасные связи»: практика междепозитарных отношений (4)
- Алпаров С. Вторичное обращение паев паевых инвестиционных фондов (8)
- Афанасьев О. ЭДО регистратора: реалии и потребности (интервью) (6)
- Байдельдинов Ж. Расчетно-учетная инфраструктура казахстанского рынка ценных бумаг (9)
- Бахмутова Е. Актуальные вопросы взаимодействия фондовых рынков Казахстана и России (10)
- Бекенов С. Роль ЦД на рынке ценных бумаг, перспективы развития депозитарно-учетной системы Республики Узбекистан (11)
- Бескровный А. Рынок коллективных инвестиций с точки зрения регулятора (интервью) (12)
- Борисова Л. Проблемы взаимодействия профучастников на рынке коллективных инвестиций в рамках создания системы электронного документооборота и пути их решения (12)
- Ванюшов М., Семькина Е. Преимущества работы на фондовом рынке без посредников (8)
- Взаимодействие Центральные депозитариев стран СНГ: проблемы и перспективы (11)
- Вьюгин О. Актуальные вопросы развития инфраструктуры российского фондового рынка (7)
- Грищенко А. Материал Группы 30-ти (1, 3)
- Егоров Н. Актуальные вопросы реформирования инфраструктуры рынка ценных бумаг (12)
- Егоров Н. НДЦ: технологии и развитие (интервью) (1)
- Егоров Н. Организационное и технологическое реформирование расчетной инфраструктуры (5)
- Егоров Н. О технологической платформе Центрального депозитария (7)
- Егоров Н. Технологическая платформа Центрального депозитария (6)
- Ермаков А., Прасс П. Стандартизация систем ЭДО на рынке коллективных инвестиций (12)
- Зенькович Е. Контроль и надзор на финансовом рынке (5)
- Иванова М. Создание Центрального депозитария: опыт рынков Западной Европы (11)
- Иванова М., Теслер Д. «Клирстрим»: широкие возможности расчетов по ценным бумагам (4)
- Ивиченко В. Украина и Россия: перспективы развития инфраструктуры фондового рынка (9)
- Итоги деятельности НДЦ за 2004 год (1)
- Калашникова Н. Российские ценные бумаги — реалии и перспективы (7)
- Калашникова Н. Электронный документооборот — наше общее будущее (10)
- Козлов А. АЦДЕ как инструмент межгосударственного сотрудничества (9)
- Козлов А. Год роста — год успеха (12)
- Козлов А. Очередные шаги в направлении консолидации расчетной депозитарной инфраструктуры (интервью) (5)
- Козлов А. Проблемы консолидации расчетно-депозитарной инфраструктуры российского фондового рынка (7)
- Козлов А. Создание Центрального депозитария в России — это возможно? (1)
- Козлов А., Коланьков А. Приветственное слово (1)
- Кокшаров А. Обзор Первой (учредительной) конференции Ассоциации центральных депозитариев Евразии (1)
- Колдашова Е. Договорные отношения между регистраторами и номинальными держателями: плюсы и минусы (10)
- Конференция АЦДЕ «Взаимодействие центральных депозитариев стран СНГ: проблемы и перспективы» (8)
- Краткое изложение выступлений участников II Международной конференции АЦДЕ (11)
- Лагунов В. Центральный депозитарий и эмитенты ценных бумаг: договорные отношения, номинальное держание и количество уровней номинального держания (3)
- Лансков П. Стратегия и стратегемы (5)
- Лалло С. Перспективы развития программного обеспечения с учетом потребностей пользователей (10)
- Лоренс Ф. Создание единого европейского пространства (11)
- Лукоянов В. Нормативно-технологические вопросы разработки и внедрения стандартов форматов электронных документов для рынка коллективных инвестиций (12)
- Львов А. Цели и задачи учетной системы на ближайшую перспективу (10)
- Маммадов Г. Роль рынка ценных бумаг в экономике Азербайджана (интервью) (10)
- Матюхин А. Специализированные депозитарии на современном этапе (12)
- Мозгин Д. Euroclear и Clearstream: 35 лет конкуренции и сотрудничества (4)
- Моряков И. Внутророссийская интеграция депозитарных систем: текущая ситуация и перспективы (11)
- Мурадов И. Фондовый рынок Республики Азербайджан (9)
- Мурашов М. Переход с бумажного на электронный документ. К чему готовиться? (10)
- Национальный депозитарный центр: основные события 2005 года (12)
- Новые возможности взаимодействия регистраторов и депонентов НДЦ (6)
- Новости группы ММВБ (11)
- Операционная инфраструктура в России: взгляд западно-европейских и американских участников рынка (7)
- Осипов С. Региональная политика Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» (8)
- О создании сайта АЦДЕ (11)
- Полова А. Институциональная реформа в корпоративном секторе (5)
- Пугачева Д. Учет прав собственности на ценные бумаги в Украине (6)
- Пучков А. Особенности депозитарного учета ценных бумаг при залоговых операциях (8)
- Ремнев А. Инфраструктура европейского рынка: конкуренция или централизация? (4)
- Реутова И. Опыт Clearstream по кредитованию (4)
- Романцова С. Новые услуги клиентам НДЦ на рынке перерегистрации ценных бумаг с использованием возможностей электронного документооборота (2)
- Саватюгин А. Всю проблематику финансовых рынков не уместить в один документ (5)
- Санадзе Г. Особенности создания и функционирования расчетно-учетной системы рынка ценных бумаг Грузии (10)
- Сильницкий А. Размещение ценных бумаг на депозите (8)
- Соловьев Д. К вопросу о Стратегии развития расчетно-клиринговой инфраструктуры российского фондового рынка (5)
- Соловьев Д. Перспективы развития технологии электронного документооборота в учетной системе рынка ценных бумаг (2)
- Соловьев Д. Правовое регулирование при переходе к централизованному клирингу (6)
- Соловьев Д. Практические шаги Национального депозитарного центра на пути создания Национального центрального депозитария (7)
- Соловьева Е. Об основных проблемах разработки единых стандартов на рынке коллективных инвестиций (12)
- Соловяненко Н. Совершенствование нормативной базы в сфере электронного документооборота (2)
- Статистика (2, 5, 8)
- Столяров А. Управление рисками как приоритет регулирования финансового рынка (5)
- Тимошенко В. Опыт создания центрального депозитария Беларуси (9)
- Томлянович С. О «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации» (5)
- Транквилини А. Особенности инфраструктуры российского рынка. Совместная работа над ее улучшением (10)
- Турнир НДЦ по бильярду (12)
- Функции центральных депозитариев: проект АЦДЕ (11)
- Чеботарев Ю. О возможностях, предоставляемых системой электронного документооборота НДЦ (2)
- Черкасский Б. О подготовке доклады «Корреспондентские счета депо нерезидентов в депозитариях АЦДЕ» (9)
- Черкасский Б. Проект концепции — неплохо для начала (3)
- Черкасский Б. Раз-два-три — елочка, гори! (6)
- Черкасский Б. Хроника непрошедшего времени (7)
- Швецов Н. Депозитарная система в Украине (9)

КУБОК НДЦ ПО КАРТИНГУ И Q-ZAR

2 декабря 2005 г. в развлекательном центре «Картлэнд» прошел чемпионат по картингу и Q-ZAR среди клиентов и партнеров Национального депозитарного центра. Участники чемпионата получили мощный заряд энергии, болельщики — увлекательное, динамичное зрелище.

ПОБЕДИТЕЛИ КУБКА НДЦ ПО КАРТИНГУ:

- 1-е место — Игорь Черников (АКБ «РОСБАНК»)
- 2-е место — Андрей Яковлев (Банк России)
- 3-е место — Дмитрий Зализняк (КБ «Дж. П. Морган Банк Интернешнл»)



ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ДЕПОЗИТАРИУМ

В **2006** году

ФЕВРАЛЬ:

**РЕГИСТРАТОРЫ
И ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ:
МОДЕЛИ БУДУЩЕГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ**

- ▶ КАКОВА РОЛЬ УЧАСТНИКОВ НЫНЕ
ДЕЙСТВУЮЩЕЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ
В НОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРНОЙ МОДЕЛИ?
- ▶ КАКИМ ОБРАЗОМ МОГУТ БЫТЬ ВЫСТРОЕНЫ
ОТНОШЕНИЯ МЕЖДУ РЕГИСТРАТОРАМИ
И ЦЕНТРАЛЬНЫМ ДЕПОЗИТАРИЕМ?
- ▶ КАКИМ ДОЛЖЕН БЫТЬ СТАТУС СЧЕТА
НОМИНАЛЬНОГО ДЕРЖАНИЯ?
- ▶ КАКОВА ОПТИМАЛЬНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ
ЭЛЕКТРОННОГО ДОКУМЕНТООБОРОТА
МЕЖДУ РЕГИСТРАТОРАМИ И ЦД?

ОПРОС УЧАСТНИКОВ РЫНКА, ЭКСПЕРТНЫЕ ОЦЕНКИ,
КОМПЕТЕНТНЫЕ МНЕНИЯ

МАРТ:

**ОСОБЕННОСТИ ДЕПОЗИТАРНОГО
ОБСЛУЖИВАНИЯ
АКЦИЙ ОАО «ГАЗПРОМ»**

*Приглашает к сотрудничеству специалистов
в депозитарной сфере, аналитиков, экспертов!*

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум