

(42) 2006

№ 8

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ДЕПОЗИТАРИУМ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

**Об итогах проведения операционного аудита НДЦ
компанией THOMAS MURRAY RATINGS** стр. 3

SAS 70 для инфраструктурных организаций стр. 8

СПЕЦРИСКИ СПЕЦДЕПОЗИТАРИЕВ стр. 11



СОДЕРЖАНИЕ

УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

- | | | |
|---|--|---|
| 3 | Об итогах проведения операционного аудита НДЦ компанией <i>Thomas Murray Ratings</i> | Заместитель директора НДЦ
Денис Соловьев |
| 6 | <i>Thomas Murray</i>
Справка о компании | |
| 7 | Российскому рынку требуется организационная рационализация | Интервью с аналитиком компании <i>Thomas Murray</i> , отвечающим за депозитории Америки и Восточной Европы
Аной Жиралдо |
| 8 | SAS 70 для инфраструктурных организаций | Заместитель директора НДЦ — контролер
Сергей Наумов |

УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ

- | | | |
|----|---|--|
| 11 | Спецриски спецдепозитариев | Александр Барцевский |
| 16 | Негосударственные пенсионные фонды и инфраструктура финансового рынка | Генеральный директор ООО «СЗФК»
Алексей Мишин |
| 20 | Электронный документооборот на рынке коллективных инвестиций | Интервью с Генеральным директором ООО «Управляющая компания «Наследие СП»
Галиной Виноградовой |

ОБЗОР МНЕНИЙ: IPO

- | | | |
|----|-----------------|--|
| 23 | В ожидании бума | |
|----|-----------------|--|

НОВОСТИ НДЦ

СТАТИСТИКА

- | | | |
|----|---|---|
| 28 | Эмитенты облигаций Северо-западного федерального округа | Директор филиала НДЦ-СПб
Елена Семькина,
главный специалист филиала НДЦ-СПб
Михаил Ванюшов |
| 32 | Сделки на рынке негосударственных облигационных займов (НГЦБ) за первое полугодие 2006 г. | |

СОБЫТИЕ

- | | | |
|----|---|--|
| 34 | Стажировка представителей Республиканского центрального депозитария и Министерства финансов Республики Беларусь | |
|----|---|--|

Депозитарий № 8 (42) 2006

Редакционный совет:

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

Редакционная коллегия:

Егоров Н. В. — председатель
Соловьев Д. В. — заместитель
председателя
Калашникова Н. Н. — ответственный
редактор
Аксенова Г. В.
Киреева С. А.
Кучукова Т. В.
Лагунов В. Я.
Маркова О. В.
Ринк О. Л.

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

«Депозитарий» 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: (495) 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»
16 (319) август 2006



Денис Соловьев
заместитель директора НДЦ,
канд. юрид. наук

ОБ ИТОГАХ ПРОВЕДЕНИЯ ОПЕРАЦИОННОГО АУДИТА НДЦ КОМПАНИЕЙ THOMAS MURRAY RATINGS

В период с апреля по июнь 2006 г. компания THOMAS MURRAY RATINGS (Рейтинговое агентство) провела проверку деятельности и оценку рисков НДЦ с целью присвоения депозитарию международного рейтинга в качестве центрального расчетного депозитария. В результате проведенной проверки НДЦ был присвоен рейтинг А+ (низкий уровень риска). НДЦ не является центральным депозитарием, но нам важно было посмотреть, как мы выглядим по сравнению с другими депозитариями в мире. А ценность проделанной работы — в рекомендациях, которые даются по итогам проверки.

Зачем депозитариям рейтинги? Для НДЦ ответ на этот вопрос определил решение о расширении сотрудничества с единственной в мире компанией, собирающей информацию об инфраструктуре рынков различных государств с целью предложить данную информацию тем, кто заинтересован в ее использовании — инвесторам. До проведения аудита своей деятельности НДЦ предоставлял компании *Thomas Murray (TM)* информацию себе и рынку в целом. Эта информация ежегодно публиковалась на сайте, была доступна для изучения, и на ее основе компания оценивала риск использования НДЦ в качестве депозитария как низкий. Условный, непубличный рейтинг А означал, что, если инвесторы доверяют информации, которую предоставляет о себе компания, они могут считать, что риск приблизительно соответствует данной неофициальной оценке.

В аналогичной ситуации находятся на финансовом рынке компании, не прошедшие аудита своей деятельности. Их балансы можно изучать и доверять им, если репутация компании высока, но все же... Доверяй, но проверяй. Особенно актуален вопрос о доверии в том случае, если деятельность депозитария не является предметом регулярных проверок со стороны государственных органов, неза-

висимых аудиторов и никогда ранее не проверялась.

Основываясь на вышеизложенном, совет директоров НДЦ принял решение о проведении оценки НДЦ с точки зрения рисков его использования депонентами, основанной на единой, признанной мировым сообществом системе критериев.

Тот факт, что НДЦ оценивался в категории центральных депозитариев, отражает как роль НДЦ на рынке государственных облигаций, закрепленную соответствующими нормативными актами, так и его фактическую долю на рынке корпоративных ценных бумаг.

При присвоении рейтингов компанией *Thomas Murray Ratings* (единственного в мире агентства, которое занимается рассмотрением операционных процедур и присвоением публичных рейтингов центрального депозитария) оцениваются 6 различных видов рисков, возникающих в деятельности центральных депозитариев по хранению, клирингу и расчетам по ценным бумагам. В том числе, проводится оценка эффективности операционной деятельности депозитария, качества оказываемых услуг, рисков взаимодействия с депонентами и третьими лицами и др. Рейтинг присваивается по принятой в международной практике шкале от AAA до C (табл. 1). Присвоенный

рейтинг постоянно актуализируется и пересматривается в связи с существенными событиями, влияющими на деятельность депозитария.

Следует отметить, что российская инфраструктура в среднем оценивается *TM* на уровне *BBB*, этот рейтинг является средним и подразделяется на:

- **риск резервирования (преддепонирования) активов** — *BBB*;
- **риск ликвидности** — *BB*;
- **риск контрагентов** — *BB*;
- **финансовый риск** — *A*;
- **операционные риски** — *BBB*
- **риски обслуживания активов** — *BBB*.

Таким образом, оценка риска НДЦ начиналась именно от этого уровня.

В ходе проверки Рейтинговому агентству были предоставлены нормативные акты, регламентирующие деятельность депозитариев в Российской Федерации, документы НДЦ, регламентирующие его деятельность на рынке ценных бумаг (включая условия осуществления депозитарной деятельности, типовые договоры с депонентами, внутреннее регламенты и пр.) и отчетные материалы депозитария. Кроме того, представители *Thomas Murray* в рамках камеральной проверки провели ряд встреч с руководством и сотрудниками НДЦ, представителями регулирующих ор-



ганов и депонентов с целью детального ознакомления с организацией различных процессов в НДЦ.

В результате проведенной проверки НДЦ был присвоен рейтинг A+ (низкий уровень риска) (табл. 2). Такой же рейтинг был ранее присвоен центральному депозитарию Бельгии, Португалии, Австрии и Испании. Следующая ступенька рейтинга AA-, ее, например, занимают центральные депозитарии Германии и Италии. Рейтинга выше AA в настоящее время нет ни у кого (табл. 3).

При анализе деятельности НДЦ аналитики Рейтингового агентства проводили сравнение с другими рынками, используя накопленный опыт. По их мнению, нео-

бычным на российском рынке является неограниченная ответственность депозитария по возмещению как прямых, так и косвенных потерь, понесенных депонентами из-за ошибок депозитария.

Кроме того, специалисты обратили внимание на отсутствие в России системы валовых платежей в режиме реального времени, что является нормой на европейских рынках. Эта особенность повышает риски, которым подвергаются контрагенты при проведении денежных расчетов.

Аналитики отметили существенные изменения, которые должны произойти на российском рынке, а именно создание Центрального депозитария и Нацио-

нального клирингового центра, что может существенно повлиять на деятельность НДЦ. Это стало одной из причин, по которой рейтинг НДЦ был оставлен под наблюдением. Еще одной причиной для такого решения стал крупный проект НДЦ по модернизации технологической платформы.

Процесс присвоения рейтинга важен не только как выставление оценки депозитарию. Особенно ценны рекомендации, которые дает рейтинговое агентство по результатам исследования. Из рекомендаций ТМ мы сделали ряд выводов и наметили ряд процедур, которые будут способствовать снижению уровня различных видов рисков и сделают управление ими более эффективным. Вот некоторые из мер, которые нам предстоит реализовать в соответствии с рекомендациями ТМ.

Риск резервирования (преддепонирования) активов

- Ввести несколько промежуточных клиринговых сессий для снижения периода резервирования активов (для проведения операций на бирже).

Риск ликвидности

- Разработать и внедрить процедуры для снижения числа неисполненных внебиржевых сделок (например, штрафы, дополнительная покупка активов (*buy-in*)).

Риск контрагентов

- Рассмотреть возможность внедрения гарантий для расчетов по внебиржевым сделкам с целью снижения риска косвенного ущерба депонентов в случае аннулирования сделки.

Финансовый риск

- Уточнить потенциальный размер кредита (кредитной линии), который может быть предоставлен банками НДЦ в случае необходимости.

Операционные риски

- Ввести в практику регулярное проведение независимого внешнего операционного аудита (например, в соответствии со стандартом SAS 70) одной из признанных аудиторских фирм (для наличия объективного мнения о состоянии системы контроля и организации операционных процедур).

- Привлечь депонентов к тестированию плана на случай чрезвычайных ситуаций.

Риски обслуживания активов

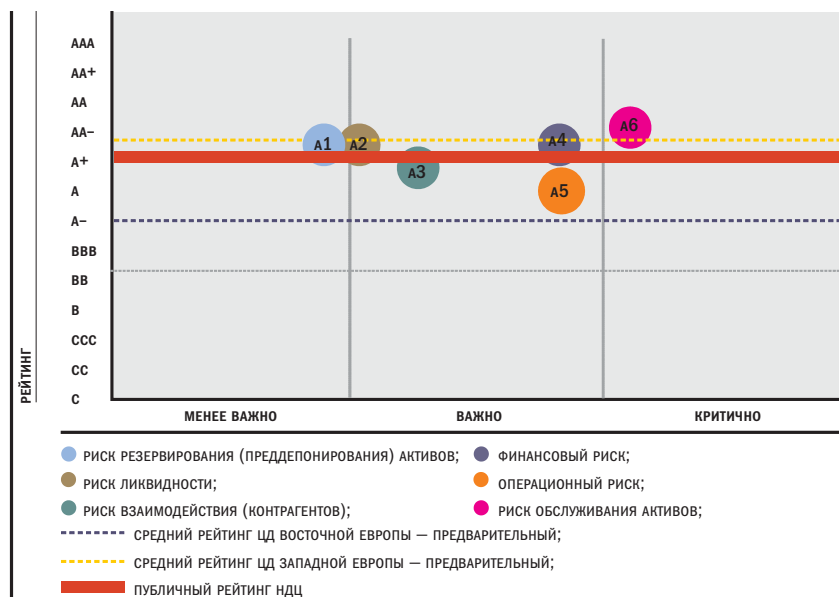
- Реализовать в системе возможность для депонентов вносить изменения непосредственно в поручения.

Таблица 1. РЕЙТИНГОВАЯ ШКАЛА

AAA	Чрезвычайно низкая степень риска
AA+	Очень низкая степень риска
AA	
AA-	
A+	Низкая степень риска
A	
A-	
BVB	Допустимая степень риска
BV	Степень риска ниже допустимой
B	Довольно высокая степень риска
CCC	Высокая степень риска
N/P	Рейтинг не присвоен в связи с отсутствием полной информации

Источник: Thomas Murray.

Таблица 3. РЕЙТИНГИ, ПРИСВОЕННЫЕ ЦЕНТРАЛЬНЫМ ДЕПОЗИТАРИЯМ ТМ¹



Источник: Thomas Murray.

¹ Список стран, по которым подсчитан средний рейтинг: Западная Европа: Австрия, Бельгия, Кипр, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Исландия, Ирландия, Италия, Мальта, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Испания, Швеция, Швейцария, Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии; Восточная Европа: Босния и Герцеговина, Болгария, Хорватия, Чехия, Эстония, Венгрия, Казахстан, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Россия, Сербия и Черногория, Словакия, Словения, Украина, Узбекистан.



Таблица 2. ОБЗОР РИСКОВ НДЦ

Риск	Рейтинг НДЦ
Совокупный риск	A+
Риск резервирования активов Распространяется на период, в который депонент утрачивает контроль над своими ценными бумагами и денежными средствами для расчетов. Этот риск относится к отрезку времени, на который активы (ценные бумаги или денежные средства) блокируются в центральной депозитарии и платежной системе до проведения расчетов по итогам транзакций с этими ценными бумагами. После проведения расчетов период, к которому относится данный риск, продлевается до момента, когда перевод ценных бумаг и денежных средств становится окончательным (безотзывным)	A+
Риск ликвидности Риск возникновения недостаточности ценных бумаг или денежных средства для удовлетворения обязательств депонентов. Риск возникает в ситуации, когда по каким-либо техническим причинам (например, ценные бумаги проходят перерегистрацию) у одного или у обоих контрагентов по сделке недостаточно ценных бумаг или денежных средств для проведения расчетов. Этот дефицит может привести к неисполнению сделки, но не к полному дефолту контрагента	A+
Риск контрагента Риск, возникающий в ситуации, когда контрагент не может полностью покрыть обязательства по расчетам. Это полный дефолт депонента или другого участника рынка, включая центральный депозитарий. В этом случае участник не может исполнить свои финансовые обязательства перед центральным депозитарием и, возможно, перед другими кредиторами. Этот риск затрагивает только прямых клиентов депозитария и не включает дефолт клиентов депонентов, даже если он приведет к дефолту депонента	A
Риск обслуживания активов Риск возникновения потери при проведении корпоративных действий из-за неточности информации, предоставляемой депозитарием, или вследствие некорректного исполнения поручений при обслуживании проведения корпоративных событий или голосования по доверенности	AA-
Финансовый риск Определяет финансовую стабильность депозитария. Этот риск отражает возможность депозитария оплачивать свои расходы за счет собственного капитала и прибыли	A+
Операционный риск Оценивает возможность потерь из-за недостатков в информационных системах или внутреннем контроле, ошибок персонала или руководства. Внутренние факторы, которые проверяются при присвоении этого рейтинга, включают проверку наличия формальных процедур, применяемых при предоставлении основных услуг, системы контроля проведения операций. Системы и процедуры должны проходить регулярное тестирование. Необходим независимый операционный аудит, подтверждающий наличие адекватного контроля	A
Междепозитарный кредитный риск Риск, с которым сталкивается депозитарий при осуществлении междепозитарного взаимодействия. Кредитный риск, на который идет депозитарий при взаимодействии с другим депозитарием, т. е. риск, которому подвергается отечественный депозитарий в ходе оказания услуг иностранному партнеру или использования его услуг как местной обслуживающей компании (основной депозитарий). Риски, возникающие из использования каналов междепозитарного взаимодействия для осуществления международных расчетов или хранения ценных бумаг в иностранных депозитариях, не учитывались при оценке данного риска	H/P

Источник: *Thomas Murray*.

Соглашение с *Thomas Murray Ratings* о проведении оценки заключено на 3 года, и ежегодно наш рейтинг будет пересматриваться. Мы планируем сделать собственные прогнозные оценки относительно того, как следование той или иной рекомендации *Thomas Murray* сказывается на нашем рейтинге, насколько затраты, требующиеся для реализации

рекомендуемого проекта, сопоставимы с изменениями рейтинга в положительную сторону. Такие оценки важны, поскольку осуществление части рекомендаций — дело дорогостоящее. Кроме того, часть рекомендаций касается в целом инфраструктуры российского рынка, а не непосредственно Национального депозитарного центра.

К примеру, рекомендованное внедрение нескольких клиринговых сессий — это вопрос клиринговых технологий, но их развитие оказывает влияние на операционные риски НДЦ. Возможно, после запуска Национального клирингового центра при введении технологии расчетов «сделка за сделкой» и внедрении центрального контрагента оценка риска НДЦ будет изменена.

Существенно повлияло на рейтинг отсутствие у НДЦ системы гарантии расчетов по сделкам, совершенным депонентами. Концепция развития российской инфраструктуры предполагает, что это функция в большей мере относится к клиринговой организации, но Рейтинговое агентство не исключает другого подхода. Такой подход подразумевает также наличие фондов, которые позволяют завершать сделку, и, соответственно, необходимость оценки кредитного риска контрагента.

Дополнительной проработки требует рекомендация регулярно проводить оценку операционной деятельности, аналогичной процедуре SAS 70. SAS 70 — это процедура оценки операционных рисков для любых учетных организаций, разработанная Американской ассоциацией аудиторов. И в России такой аудит мало кто проводил, так как это процедура дорогостоящая и сложная. Далеко не каждая аудиторская компания обладает достаточно квалифицированным персоналом для ее проведения.

Рейтинговое агентство также обратило внимание на то, что НДЦ в настоящее время не имеет договоренностей с банками в отношении кредитных линий. Агентство считает необходимым даже при достаточности свободных денежных средств иметь договоренности с банками о кредитных линиях, которые могут быть задействованы в случае необходимости. В России же при заключении такого соглашения с банками без реального пользования кредитной линией начисляется существенная по размеру плата за неиспользование зарезервированных средств. Тем не менее, даже при полном понимании этой рыночной практики НДЦ рекомендовано если и не открыть линию, то хотя бы заручиться письмом о возможности ее открытия.

Руководствуясь данной *Thomas Murray Ratings* системой рекомендаций, Национальный депозитарный центр сможет улучшить качество услуг, предоставляемых депонентам, снизить риски их взаимодействия с расчетной инфраструктурой группы ММВБ и перенять лучший опыт ведущих международных инфраструктурных организаций. ■



THOMAS MURRAY

Thomas Murray — независимая научно-исследовательская группа компаний, представляющая рейтинги, поддержку сети банков-агентов и информационные услуги, специализируясь на глобальной индустрии учета и хранения ценных бумаг. Компания была основана в сентябре 1994 г., чтобы удовлетворить потребность в высокоструктурированной оценке, отборе и мониторинге организаций, оказывающих услуги по хранению ценных бумаг на мировом финансовом рынке.

Thomas Murray начал проводить проверки глобальных кастодианов по запросу некоторых лидирующих компаний, управляющих активами, и страховых компаний. При проведении проверки стало понятно, что активы, находящиеся на хранении в глобальных кастодианах на иностранных рынках, были хуже защищены, чем на внутренних рынках клиента, и что кастодианы принимали на себя ограниченную ответственность за качество работы субкастодианов, не неся никакой ответственности за качество работы центральных депозитариев.

Эта ситуация требовала тщательного анализа локальных рынков ценных бумаг и в особенности центральных депозитариев, на которые приходилась значительная и все увеличивающаяся доля ценных бумаг, находящихся на хранении и обслуживании. Законодательство на рынках, в США, например, ужесточилось (*SEC 17f-7*), отражая необходимость оценки рисков центральных депозитариев на других рынках.

Thomas Murray расширил методику оценки, отбора и мониторинга субкастодианов аналогично методике, применяемой для оценки, отбора и мониторинга глобальных кастодианов.

Одним из направлений этого детального анализа стала совместная работа специалистов *Thomas Murray* с представителями известного кредитного агентства, которая продолжалась примерно 2 года, над дальнейшим развитием методики оценки и созданием формальной методики присвоения рейтинга. Эта методика уже была применена для присвоения частных рейтингов 240 кастодиальным банкам по всему миру, 140 центральным депозитариям и 89 рынкам капитала.

С ростом бизнеса компания поняла необходимость уделять больше времени проверке иностранных рынков непосредственно на месте, проводя формальные проверки субкастодианов, центральных депозитариев и других локальных участников рыночной инфраструктуры для того, чтобы лучше понять работу рынка и соотнести слабые места и риски с перспективами институционального клиента.

В настоящее время *Thomas Murray* работает в трех направлениях:

1. Услуги для инвесторов и рейтинги учетных организаций — это управление компании оказывает поддержку институциональным инвесторам по оценке, выбору и мониторингу глобальных учетных организаций.

2. Рейтинги рынков капитала и консультации по иностранным рынкам — рейтинги центральных депозитариев ценных бумаг и рынков капитала, включая депозитарные рейтинги банков, с использованием оценочной шкалы от *C* до *AAA*; подготовка отчетов об оцененной организации. Анализ рисков инфраструктуры локальных рынков и предоставление отчетов и обновлений о развитии рынка.

3. Технология. *Thomas Murray* предоставляет специализированные системы управления данными для крупнейших банковских групп по всему миру. Это программное обеспечение используется для контроля за локальными рынками и информацией по рейтингам.

Компания, имея офисы в Лондоне, Торонто и Боготе, укомплектована авторитетными, профессиональными консультантами по менеджменту, исследователями и специалистами по ценным бумагам. Все ключевые сотрудники имеют опыт работы в ведущих кастодиальных банках и фирмах, консультирующих по вопросам управления.

Thomas Murray провела проверку кастодиальных депозитариев, имеющих на хранении активы клиентов институциональных инвесторов из Великобритании, Скандинавии, Европы и Северной Америки общей суммой более 2,7 трлн долл. США. Кроме того, используя методики *Thomas Murray* по мониторингу, инвесторы следят за компаниями, на хранении у которых находится более 400 млрд долл. США инвестированных активов.

Thomas Murray является ведущим поставщиком консультационных услуг по вопросам хранения ценных бумаг для институциональных инвесторов, и этот успех достигнут частично благодаря высокоструктурированной методике и инновационным электронным платформам, используемым для предоставления отчетов о проверках услуг и рынков. Эти методики используются на проектах для клиентов и являются для руководства необходимым механизмом для принятия объективных решений. Такой подход помогает точно проследить ход ревизий, он составлен для того, чтобы удовлетворить потребность клиентов во внимании, опыте и тщательной проверке при выборе кастодиана, включая оценку рисков данного кастодиана.

Основными потребителями услуг компании являются **институциональные клиенты**. *Thomas Murray* осуществляет проверки качества услуг по хранению активов, проверки финансовых показателей, доверительного управления активами, кредитования ценными бумагами, а также услуг мидл- и бэк-офисов для ведущих институциональных клиентов, таких как местные органы власти, инвестиционные компании, страховые компании, пенсионные фонды и частные банки. Мы обслуживаем такие компании, как *AXA*, Муниципалитет Лондона, Совет лондонских пенсионных фондов, *BBC*, *British Airways Pensions*, *Hermes*, *ICI Pensions*, *Railpen*, *Skandia*, *Zurich* и многие другие.

ОСНОВНЫМИ ПРОДУКТАМИ КОМПАНИИ ЯВЛЯЮТСЯ:

Рейтинги кастодиальных банков — *Thomas Murray* присваивает рейтинги более 200 кастодиальным банкам. Эти рейтинги дают возможность проводить сравнение организаций по всему миру и используются банковскими и институциональными клиентами для постоянной проверки своих агентов, действующих на глобальных и локальных рынках.

Рейтинги рынков капитала и наблюдение. *Thomas Murray* поддерживает уникальные рейтинги рисков инфраструктуры фондовых рынков. Эти рейтинги предоставляют детальный анализ и понимание работы локального рынка и помогают институциональным инвесторам оценить уровень риска, которому они подвергаются на мировых рынках. Рынки находятся под наблюдением постоянно. ■



Интервью с аналитиком компании *Thomas Murray*, отвечающим за депозитарии Америки и Восточной Европы Аной Жиралдо

РОССИЙСКОМУ РЫНКУ ТРЕБУЕТСЯ ОРГАНИЗАЦИОННАЯ РАЦИОНАЛИЗАЦИЯ

Депозитарий Как вы оцениваете решение НДЦ о проведении регулярной оценки компаний *Thomas Murray*?

А. Ж. НДЦ принял очень правильное решение, которое демонстрирует его цель определить свою эффективность в сравнении с подобными инфраструктурными институтами на мировом рынке. Через этот процесс компания внесет свой вклад в снижение рисков российской инфраструктуры, возникающих при хранении ценных бумаг и проведении расчетов. Для НДЦ такой подход поможет выделить области, на которых следует сконцентрировать усилия для снижения рисков в будущем.

Депозитарий Какие особенности российского рынка были выявлены в ходе оценки?

А. Ж. Российская рыночная инфраструктура имеет несколько особенностей, которых нет на остальных финансовых рынках. Первая вещь, которая бросилась мне в глаза, когда я впервые стала изучать российский рынок, — это фрагментация его инфраструктуры. На рынке присутствуют несколько бирж и организованных рынков, каждый со своим депозитарием для проведения расчетов по ценным бумагам и отдельной расчетной системой для оплаты. Кроме того, десятки регистраторов, в зависимости от местонахождения и процедур перерегистрации, могут задерживать проведение расчетов по сделкам. Также необычным является использование расчетной палаты для денежных расчетов, так как на большинстве рынков для этого используется существующая банковская система. Таким образом, выделяется клиринговый банк, либо связывают расчетную систему по ценным бумагам с Системой валовых платежей в режиме реального времени (*RTGS*) Центрального банка.

Кроме того, у меня создалось впечатление, что частично совпадают функции,

выполняемые депозитариями и кастодианами, тогда как на большинстве рынков они четко разграничены.

Депозитарий Какие сильные и слабые стороны учетной инфраструктуры РФ Вы можете выделить?

А. Ж. Основной слабой стороной является именно фрагментация рыночной инфраструктуры. Большинство экспертов/рабочих групп считают, что депозитарии являются естественной монополией, предназначенной для минимизации рисков по хранению, клирингу и расчетам и улучшения эффективности рынка. Рынок также распределяет ликвидность по нескольким небольшим биржам. Как уже упоминалось, большое количество регистраторов также являются проблемой. Преобладание расчетов на условиях поставки без платежа (можно и свободной) повышает риски контрагентов по сделкам.

Если говорить про сильные стороны, то недавняя либерализация валютного законодательства является важным шагом на пути улучшения инфраструктуры, так как облегчает процесс инвестирования для иностранных инвесторов. Расчетный цикл является коротким, и большинство сделок рассчитывают в день торгов ($T + 0$).

Депозитарий Что является сильными и слабыми сторонами НДЦ?

А. Ж. В НДЦ внедрен сильный контроль для снижения рисков в процессе расчетов. Деятельность депозитария основана на стабильных операционных принципах и нацелена на дальнейшее усовершенствование. Кроме того, благоприятным обстоятельством является то, что большинство инструментов с фиксируемой доходностью учитываются в НДЦ. Однако по схеме расчетов он полагается на преддепонирование ценных бумаг ММВБ для снижения рисков ликвидности и взаимодействия. Это является эффективной мерой только при текущей рыночной активности и может быть пересмотрено с ростом рынка.

Депозитарий Каковы первоочередные задачи, которые должен решить НДЦ для повышения присвоенного рейтинга?

А. Ж. Необходим регулярный, прозрачный и независимый операционный аудит депозитария, проводимый третьей стороной. Это нужно для наблюдения и оценки текущего операционного контроля и используемых процедур. Повышение лимита ответственности по страховому полису и установление стандартных кредитных линий с банками будет позитивным моментом для финансового риска. Внедрение некоторых процедур для управления неисполненными сделками (особенно для внебиржевых сделок) крайне важно для снижения риска ликвидности.

Следует отметить, что некоторые изменения могут быть сделаны достаточно быстро и принесут немедленный результат, другие улучшения должны работать некоторое время, перед тем как повлиять на рейтинг. Кроме того, некоторые изменения должны быть согласованы с другими инфраструктурными организациями, что также улучшит рейтинг, например, проведение платежей через Центральный банк.

Депозитарий Как, с вашей точки зрения, должен развиваться рынок РФ?

А. Ж. Рынку требуется организационная рационализация. Текущая фрагментированная инфраструктура повышает риски и расходы для участников рынка.

Депозитарий Что Вам понравилось в Москве?

А. Ж. Архитектура, особенно церквей, ошеломляет. Церкви очень яркие, что вносит жизнерадостность в сам город. И, конечно, нам понравилась прогулка по Кремлю. Кроме того, запоминающимся был ужин на последнем этаже отеля, где открывался вид на всю Москву. Нас также впечатлило дружелюбное и предупредительное отношение сотрудников НДЦ. ■





SAS 70 ДЛЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

СЕРГЕЙ НАУМОВ

заместитель директора НДЦ — контролер

В условиях обостряющейся конкурентной борьбы за клиента на финансовых рынках все большее значение имеет независимая квалифицированная оценка систем управления рисками и внутреннего контроля в организациях, предоставляющих услуги на финансовых рынках. И далеко не в последнюю очередь требования по внешнему аудиту относятся к организациям, осуществляющим депозитарную деятельность на рынке ценных бумаг. Эта статья посвящена стандартам аудита SAS 70, не получившим пока широкого распространения в России, но вызывающим большой интерес в связи с интеграцией наших инфраструктурных институтов в мировые экономические процессы.

В настоящее время операционный аудит в соответствии со стандартом SAS 70 широко используется депозитарными, клиринговыми и процессинговыми организациями во всем мире для повышения доверия клиентов к внутренним системам и процессам. Например, из наиболее известных контрагентов отечественной учетной системы за рубежом заключение аудита по SAS 70 уже имеют S.W.I.F.T., Euroclear, Europay, VeriSign и др.

Стандарты операционного аудита SAS 70 (*Statement on Auditing Standards (SAS) No. 70, Service Organizations*), разработанные около 15 лет назад Американским Институтом Сертифицированных Бухгалтеров (*the American Institute of Certified Public Accountants, AICPA*), получили широкое признание международного инвестиционного сообщества. Аудит организаций, работающих в сфере услуг, по стандартам SAS 70 фокусируется на вопросах внутреннего контроля, главным образом, на применении информационных технологий и связанных с ними операционных процессов. В современных условиях глобализации экономики поставщики услуг должны продемонстрировать, что они уделяют надлежащее внимание надежности и безопасности обработки данных своих клиентов.

Кроме того, отчеты о внутреннем аудите по стандартам SAS 70 вошли в список требований раздела 404 Акта Сарбейнса-Оксли (*the Sarbanes-Oxley Act*), принятого в США в 2002 г., поэтому аудит по стандарту SAS 70 стал обязательным для компаний США и Канады. А наличие у сервисных организаций,

к которым, помимо прочих, относятся депозитарии и клиринговые центры, «Отчета по обработке операций организациями, представляющими услуги» (*Statement on Auditing Standards, SAS 70*) стало своеобразной визитной карточкой на глобальном финансовом рынке и в целом на рынке услуг — для акционеров, а также клиентов и партнеров (прежде всего зарубежных).

Проведение аудита организации на соответствие стандарту SAS 70, при прочих равных условиях, свидетельствует о зрелости организации в конкретном бизнесе, поскольку предполагает наличие у организации разработанных и утвержденных стандартов деятельности и их неукоснительное соблюдение. Кроме того, это свидетельство открытости и прозрачности правил и процедур организации для контрагентов.

И, наконец, заключение аудиторов о соответствии деятельности организации требованиям международного аудиторского стандарта SAS 70 позволяет оценить эффективность системы внутреннего контроля в данной организации.

Положение по аудиторским стандартам SAS 70 является общепринятым и, возможно, наиболее всеобъемлющим руководством по оценке операционной эффективности и систем внутреннего контроля компании. Главная задача SAS 70 состоит в обеспечении третьих заинтересованных сторон информацией в форме отчета и заключения о структуре систем внутреннего контроля компании. Структура систем внутреннего контроля включает не только политику и процедуры, но и инстру-

менты и методы контроля, а также бухгалтерские и информационные системы.

SAS 70 содержит рекомендации, в соответствии с которыми:

- компания раскрывает информацию о деятельности органов внутреннего контроля и соответствующих процедурах;
- независимый аудитор оценивает сервисную организацию, при этом стандарты SAS 70 в явном виде не ограничивают цели аудита, а также его методологию;
- пользователь (или независимый аудитор от имени клиента) может оценить финансовое состояние поставщиков услуг, таких, например, как разработчики программного обеспечения, подразделения банков, процессинговые центры и бюро, а также интернет-компании.

Работа с внешними аудиторами начинается с обсуждения предварительных результатов выполненных работ по созданию системы внутреннего контроля и согласованию программы проверки:

- анализ текущего состояния;
- перспективные планы;
- области, на которых аудиторам следует сконцентрировать внимание;
- распределение и координация работы аудиторов;
- результаты работы независимых аудиторов и их рекомендации.

Выполненная работа, сделанные выводы и в конечном счете вид отчета и заключение, подготовленные аудитором, различаются в зависимости от того, какой выполняется проект: Типа I или Типа II. Ниже дается краткое описание этих двух вариантов с указанием основных

различий между ними в применении к депозитарному бизнесу:

Проект Типа I преследует две цели:

1) определить, действительно ли описание политики и процедур, представленное руководством депозитария, достоверно отражает соответствующие аспекты политики и процедур компании;

2) определить, позволяют ли используемые политика и процедуры адекватно решать конкретные ключевые задачи контроля.

Аудитор в этом случае не проверяет операционную эффективность политики и процедур систем внутреннего контроля и не дает заключения о них. Кроме этого, отчет по проекту Типа I подготавливается и отражает положение по состоянию на определенную дату (как правило, устанавливаемую заказчиком).

Проект Типа II включает в себя всю работу и заключения, сделанные в ходе подготовки проекта Типа I, а также предусматривает описание характера и объема тестирования, выполненного аудитором в отношении конкретной политики и процедур внутреннего контроля. Кроме того, этот вид проекта позволяет аудитору дать заключение о том, являются ли политика и процедуры, подвергшиеся тестированию, эффективными для обеспечения достаточной, но не абсолютной, уверенности в том, что задачи внутреннего контроля выполнены. Кроме того, отчет Типа II отражает положение в течение определенного периода времени.

ЭТАПЫ ПРОЕКТА ПО SAS 70

Проект по SAS 70 можно разделить на три хронологических этапа:

1. Выявление ключевых задач контроля.

В идеальной ситуации руководство организации-заказчика сначала определяет те ключевые цели контроля, которые, по его мнению, способствуют укреплению структуры систем внутреннего контроля. Аудитор может помочь в определении таких задач.

2. Определение политики и процедур.

В идеале руководство организации-заказчика определяет, какие политика и процедуры уже внедрены в депозитарии и используются для достижения поставленных целей контроля. На этом этапе аудитор интервьюирует ключевых представителей руководства и знакомится с документами компании, описывающими применяемые политику и процедуры, что позволяет аудитору понять структуру системы внутреннего контроля компании. Аудитор может помочь руководству определить соответствующую политику и про-

цедуры, обеспечивающие выполнение ключевых задач контроля.

3. Тестирование операционной эффективности (только для Типа II).

Аудитор проводит тестирование политики и процедур, указанных руководством организации-заказчика, с тем, чтобы удостовериться, что они в достаточной степени обеспечивают выполнение ключевых задач контроля. Характер и объем тестирования варьируются в зависимости от: 1) вида тестируемых статей; 2) типа имеющейся информации; 3) ожидаемой эффективности и действенности тестирования.

Обычно такие тесты включают:

- опрос руководства депозитария в целях получения данных, какой-либо дополнительной информации и подтверждения соответствия политике и процедурам систем внутреннего контроля;

- проверку документов и записей, подготавливаемых руководством депозитария, в том числе и первичной документации;

- наблюдение за применением или наличием конкретных процедур, внедренных руководством, на предмет соблюдения внутренней политики и процедур контроля;

- повторное тестирование применения процедур контроля или обработки в целях проверки их точности.

Мотивы для проведения аудита по стандартам SAS 70 могут быть как внутренними, так и внешними.

Некоторые компании сами заинтересованы в оценке эффективности внутренней политики и процедур, а также в определении потенциальных недостатков существующей структуры систем контроля и использовании результатов обзора и рекомендаций аудитора в целях совершенствования этих процедур.

Другие компании применяют SAS 70 для удовлетворения возрастающих запросов со стороны внешних аудиторов или клиентов, которые полагаются на разнообразные процедуры, в том числе процедуры обработки, осуществляемые компанией.

Многие компании используют SAS 70 в качестве маркетингового инструмента для реализации услуг своей организации, которые она может предложить потенциальным клиентам. Например, многие отчеты, составленные в соответствии с SAS 70, включают раздел, составленный руководством и содержащий краткие сведения об услугах, предлагаемых компанией, обзор организационной структуры компании, подробную информацию о кадровой политике, в том числе о процедурах приема на работу и изучения резюме, о результатах обсуждений вопроса

о роли, обязанностях и инициативах подразделения внутреннего аудита, а также другую информацию.

В целом проект, выполняемый по стандарту SAS 70, спланированный и проведенный надлежащим образом, может обеспечить руководство депозитария важной информацией о существующих системах внутреннего контроля, а также позволит подготовить заключительный документ — Отчет в соответствии с SAS 70, который можно использовать в качестве составной части эффективной стратегии для совершенствования бизнес-процессов и продвижения на рынок услуг компании.

ОПЕРАЦИОННЫЙ АУДИТ ДЕПОЗИТАРИЯ

В основе работы депозитария лежит принцип обработки информации, принадлежащей третьим лицам. Для обработки транзакций инвестируются значительные ресурсы в развитие информационных систем и процедур внутреннего контроля. Во всем мире в финансовых организациях уделяется повышенное внимание построению систем внутреннего контроля, поскольку автоматизированная обработка информации не только значительно повышает эффективность работы, но и приносит новые специфические риски.

Под «системой внутреннего контроля» обычно понимается набор положений и процедур, включающих организационные мероприятия, наличие подразделений внутреннего контроля, управления рисками, наличие набора как управленческого контроля (мониторинг), так и более детального детективного и превентивного контроля над бизнес-процессами, включая контроль рисков информационных систем.

Для одних клиентов уровень системы внутреннего контроля депозитария представляется важным критерием выбора партнера. Для других уровень развития системы внутреннего контроля напрямую означает уровень доверия к партнеру. Понимая это, депозитарии разрабатывают действительно эффективные меры контроля. Однако как показать профессиональной общественности, акционерам, потенциальным и существующим клиентам уровень совершенства системы внутреннего контроля? Традиционный аудит финансовой отчетности не решает данную задачу. Это связано с тем, что основные задачи проверки внутреннего контроля операционной деятельности и аудита финансовой отчетности существенно различаются. Ведь финансовая отчетность не всегда показывает инвестиции организации в квалифицированный персонал, систе-





мы управления рисками, современные IT-разработки и построение системы внутреннего контроля.

Данную задачу для организаций, предоставляющих услуги третьим лицам по обработке данных и осуществлению или учету транзакций, и решает аудит операционной деятельности в соответствии с международным стандартом SAS 70.

Основными задачами операционного аудита являются:

- поиск «узких мест» в системе внутреннего контроля и выработка мер по их устранению;
- разработка и планирование новых и реорганизация существующих мер и процедур внутреннего контроля для повышения эффективности выполнения бизнес-процессов;

- проведение обзора состояния процедур внутреннего контроля и подготовка соответствующего отчета по международным стандартам.

Таким образом, аудит по стандарту SAS 70 означает для потенциальных клиентов компании то, что аудитор: 1) произвел оценку деятельности и методов контроля, используемых компанией; 2) сделал заключение, что положения и процедуры внутреннего контроля разработаны должным образом; 3) подтвердил, что положения и процедуры имели место на определенную дату.

Аудит проводят специалисты в области контроля, сертифицированные Американским Институтом Независимых Аудиторов (CPA), имеющие опыт аналогичной работы. Обычно эти специалисты разбираются как в индустрии, так и имеют специальные навыки в области контроля информационных систем (CISA).

Анализ общего содержания работ, традиционно проводящихся в рамках аудита в соответствии со стандартом SAS 70, позволяет предположить, что в настоящее время во многих российских депозитариях имеется основная масса действующих документов, необходимых для проведения этого аудита. Вместе с тем некоторые документы нуждаются в переработке с учетом правил делового оборота и требований к системе управления рисками, установившимися на международных финансовых рынках. В первую очередь это относится к Плану действий персонала депозитария при возникновении чрезвычайных ситуаций (для каждой чрезвычайной ситуации необходимо предусмотреть действия на четырех этапах: 1) до возникновения чрезвычайной ситуации (профилактика); 2) во время чрезвычайной ситуации; 3) сразу после чрезвычайной ситуации; 4) восстановление функций системы, утраченных

в результате чрезвычайной ситуации). Кроме того, следует более тщательно подойти к Правилам внутреннего трудового распорядка организации (в части детализации и конкретизации положений и процедур по управлению персоналом — собеседования, интервьюирования, подготовки и оценки резюме, рекомендаций, проверки информации о потенциальном работнике, обязанности работника немедленно доводить до сведения своего непосредственного руководителя и контролера сведения о предполагаемых нарушениях законодательства и внутренних правил и процедур депозитария другими работниками организации или клиентами, гарантий прав работника, сообщившего о нарушениях, перевода и увольнения работника и т. п.).

Помимо переработки традиционных документов, для более успешного проведения аудита в соответствии со стандартом SAS 70 представляется важным принятие следующих документов:

1. Плана в отношении продолжения ведения операций и обработки данных в случае чрезвычайной ситуации длительного периода времени.
2. Процедуры контроля (аудита) информационных систем (предлагается выделить 4 блока: 1) планирование и организация работы информационных систем (внесение изменений в информационные системы); 2) разработка и внедрение информационных систем (кто и каким образом их иницирует); 3) мониторинг информационных систем (работа информационных систем, безопасность, тестирование) (кто тестирует, его взаимодействие с пользователем в процессе тестирования); 4) ежедневное сопровождение информационных систем (документирование, акты приемки-сдачи).
3. Процедуры администрирования и хранения счетов клиентов.
4. Процедуры администрирования контроля прохождения платежей.
5. Процедуры принятия решения о переводе бизнес-деятельности с основного вычислительного комплекса на резервный и выполнения обратной процедуры.
6. Процедуры перевода бизнес-деятельности с основного вычислительного комплекса на резервный и выполнения обратной процедуры.
7. Процедуры производства необходимых настроек телекоммуникационного оборудования для обеспечения доступа удаленных рабочих мест пользователей к резервному вычислительному комплексу и подключения пользователей депозитария к основному (или резервному) вычислительному комплексу.

Предваряя начало работы аудиторов представляется полезным разработать и протестировать некоторые процедуры, в частности:

1. Процедуру перевода деятельности депозитария в резервный офис.
2. Процедуру контроля (аудита) информационных систем, включая следующие блоки:
 - задачи контроля, а также соответствующие положения и процедуры;
 - контроль доступа к данным;
 - разработку и изменение программ;
 - физическую безопасность;
 - хранение информации;
 - восстановление систем.

3. Процедуру подготовки и представления форм отчетности профессионального участника рынка ценных бумаг.

Отчеты SAS 70 служат в качестве полного перечня систем контроля, а также содержат записи результатов аудита и тестирования. **Основные цели отчета** — показать следующее:

- **Открытость и прозрачность организации.** Компания раскрывает информацию о порядке и правилах работы технологических систем и предоставляет услуги в соответствии с изложенными правилами.

- **Целостность и качество предоставляемых услуг.** Компания обеспечивает эффективные механизмы контроля, обеспечивающие разумные гарантии точности и аккуратности обработки клиентских запросов.

- **Контроль за информационными системами:**

- контроль доступа к данным;
- организационная структура;
- разработка и изменение программ;
- физическая безопасность;
- хранение информации;
- восстановление систем.

Особое значение придается последующим совместным маркетинговым мероприятиям депозитария и аудитора по использованию результатов аудита по стандарту SAS 70 (отчет аудиторов на общем собрании акционеров депозитария, представление отчета членам совета директоров, партнерам, клиентам и контрагентам (в том числе потенциальным), презентации, совместные публикации и т. п.).

И, наконец, наличие положительного отчета по стандарту SAS 70, содержащего независимое и компетентное подтверждение надежности системы хранения, учета и защиты прав на ценные бумаги в депозитарии, может рассматриваться в качестве своеобразного пропуска депозитария на международные финансовые рынки. Именно поэтому в последнее время интерес к аудиту по стандарту SAS 70 проявляют ведущие российские компании. ■



СПЕЦРИСКИ СПЕЦДЕПОЗИТАРИЕВ

Александр Барщевский

«...должно быть твердо усвоено, что нет ничего более сложного для осуществления, более сомнительного для успеха и более угрожающего для ведения дел, чем инициировать изменения...»

Никколо Макиавелли

Тема рисков в деятельности инфраструктурных организаций несколько «засижена», хотя, впрочем, несколько меньше, чем тема электронного документооборота или, например, тема Центрального депозитария. Несмотря на это, хотелось бы предложить для обсуждения несколько наблюдений по вопросам, связанным с контрольной деятельностью на рынке коллективных инвестиций — деятельностью специализированного депозитария¹.

Если относить себя к категории хорошо информированных оптимистов, имеет смысл предположить, что все без исключения элементы (субъекты) системы коллективных инвестиций (управляющие компании, брокеры, банки, агенты по выдаче и погашению паев, страховые компании, регистраторы и другие), прямо или косвенно участвующие в инвестиционном процессе, являются потенциальными источниками рисков. При этом сам контролер, т. е. спецдепозитарий, является своеобразным «концентратором» всех рисков, носителями которых, в той или иной степени, могут считаться все субъекты системы коллективных инвестиций в силу своего специфического положения в системе.

Можно говорить о том, что в настоящее время отсутствует сколько-нибудь стройная и внятная система классификации рисков вообще и классификация инфраструктурных рисков на финансовых

рынках, в частности. Поэтому не станем пополнять длинный ряд попыток отвлеченно классифицировать инфраструктурные риски, тем более в такой узкой области, как контрольная деятельность. Однако для удобства дальнейшего изложения примем для целей настоящей статьи «рабочее определение» абстрактного риска для спецдепозитария и сформулируем некоторые возможные подходы к пока отсутствующей систематизации рисков контрольной деятельности.

Под риском контрольной деятельности будем понимать следствие действия либо бездействия субъекта системы коллективных инвестиций, в результате которого возникает реальная возможность получения неопределенных результатов различного характера, как правило, отрицательно влияющих на основную вид профессиональной деятельности субъекта — осуществление контрольных функций спецдепозитарием.

Подходы к возможной систематизации рисков контрольной деятельности могут быть сформулированы следующим образом:

1. При любой систематизации не должно быть «жестко» фиксированных видов и подвидов рисков, то есть не стоит группировать риски в определенные классы или типы. Это может быть лишь весьма условным «объединением», так как в противном случае может произойти искажение взаимного влияния различных рисков друг на друга, возникновение эффекта «растворения» отдельных рисков, то есть уменьшения (или преувеличения) их «значимости» и «веса», и, как следствие, неправильное исследование и последующая оценка.

2. Следует избегать группировки отдельных рисков с точки зрения их выявления и оценки. Каждый риск должен определяться и оцениваться отдельно, и чем точнее идентифицируется отдель-

¹ При этом хочу подчеркнуть, что данная статья есть частное мнение автора и не может трактоваться как позиция организаций, в которых он работал или с которыми сотрудничал.



ный риск, тем легче его впоследствии оценить.

3. Любая систематизация рисков не должна быть «жесткой» и исчерпывающей. Иными словами, каждый отдельный субъект системы коллективного инвестирования должен иметь возможность самостоятельно дополнять перечень рисков и оценивать «вес» каждого отдельного риска для своей профессиональной деятельности с учетом своей специфики и интерпретации своих задач.

Следует еще раз оговориться, что приведенные подходы весьма условны, а сама тема классификации остается открытой и ждет своих пытливых и любознательных исследователей.

ВОПРОС ВЫБОРА МОДЕЛИ СИСТЕМЫ КОНТРОЛЯ

Мы уже упоминали в предыдущих публикациях², что в настоящее время специалистам известны две основные концепции контроля: концепция «тотального» контроля и концепция риск-контроля.

Концепция «тотального» контроля подразумевает установление некоторого максимально возможного перечня нормативных ограничений и правил, регулирующих определенное количество параметров деятельности системы (в нашем случае речь идет о нормативах, которые контролирует спецдепозитарий), и создание такого режима работы системы в целом, который не позволял бы намеренно или случайно отклоняться от установленных граничных значений. Основным инструментом воздействия на управленческие процессы служит «наказание» (которое, теоретически, должно быть неотвратимым) нарушившего, а задачу соблюдения такого режима обычно возлагают на специальный выделенный элемент системы управления (в нашем случае этот элемент представлен связкой спецдепозитарий — регулятор).

Сама по себе идея полного или «тотального» регулирования всех аспектов деятельности некоторой системы не несет негативного характера и во многих случаях оправданна. Более того, классический «тотальный» контроль представляет собой процесс управления, состоящий из трех элементов: определение нормативных показателей деятельности системы, сравнение достигнутых ею результатов с установленными нормативами, и, в случае расхождений, корректировка процессов управления. Дело в том, что основными слабыми местами концепции «тотально-го» контроля являются некоторая умозри-

тельность при первоначальном определении нормативов и ограничений, формальность проверок некоторого параметра заданной величине (нормативу), а также, что более существенно, трудность своевременного и точного распознавания некорректного управленческого процесса, приведшего к отклонению от нормативного значения. К тому же детальная регламентация деятельности и сосредоточение функций контроля в одном лице, свойственное для концепции «тотального» контроля, неизбежно приводит к избыточной зарегулированности всего процесса управления системой. И, наконец, картину дополняет то обстоятельство, что в условиях функционирования нового процесса, в котором не все понятно и не все отрегулировано, попытка жестко зафиксировать основные параметры контроля приводит к совершенно к непредсказуемым последствиям. Такая система может просто перестать реагировать на непредвиденные воздействия или нестандартные и непредусмотренные ситуации.

Поиск решений проблем «тотального» контроля привел к появлению **концепции риск-контроля**. Любые вероятные изменения (внутренние или внешние) должны быть идентифицированы заранее, и при их возникновении должны быть применены меры, позволяющие снизить их возможное негативное воздействие на систему в целом. Должен существовать процесс мониторинга изменений, который позволит применить разработанные заранее меры компенсации или смягчения наступления возможных негативных событий.

В соответствии с концепцией риск-контроля, с каждым видом деятельности изначально связаны специфические риски, и избежать их возможно только одним способом — не вступать в систему вообще. Но это крайность. Здесь можно привести в качестве примера классический парадокс соотношения контрольной и предметной области деятельности. Система коллективных инвестиций, как и любая система, ориентированная на извлечение дохода, неизбежно вынуждена принимать на себя самые различные риски. Риск, как известно, предполагает потенциальную возможность наступления негативных явлений и событий. Цель контрольной деятельности направлена на исключение и предупреждение неблагоприятного события или явления и связанного с ним риска. Таким образом, контролер преследует цели, направленные на исключение из практической реальной деятельности всей системы всех возможных

рисков. Это затрудняет или полностью исключает саму возможность извлечения дохода, что может привести к неэффективности функционирования всей системы в целом. Получается, что в вопросах принятия риска между контролером — спецдепозитарием и управляющим активами и другими субъектами системы возникает объективное противоречие. Результатом попытки разрешения этого противоречия может стать появление системы «сдержек и противовесов» в общей системе управления коллективными инвестициями. Задачей риск-контроля может стать такая «регулировка» системы «сдержек и противовесов», которая будет «настроена» на принятие большего или меньшего риска, что в свою очередь зависит от тех целей, которые формулируются государственными органами.

Однако можно и нужно, во-первых, своевременно идентифицировать эти риски, во-вторых, создать такие управленческие механизмы (бизнес-процессы), которые при возникновении риска помогут смягчить последствия его воздействия до приемлемого уровня. Тогда контроль — это такая составная часть (части) бизнес-процесса, которая обеспечивает приемлемый для всей системы коллективных инвестиций уровень контролируемого (или остаточного) риска. В концепции риск-контроля в роли стандарта выступает уровень риска, приемлемый для системы, проверка уровня остаточных рисков проходит постоянно, а в случае выявления отклонений от стандартного уровня коррекции подлежит именно тот бизнес-процесс, контрольные параметры которого не обеспечивают смягчения воздействия риска.

Таким образом, эти рассуждения приводят к понятию **«приемлемого риска»**. Понятие **«приемлемого риска»** исходит из того, что всегда существует ненулевая вероятность реализации принятого решения не в полном объеме или с параметрами, отличными от запланированных, так как невозможно полностью устранить все причины, которые могут привести к нежелательному развитию событий. Вместе с тем, всегда можно найти решение, обеспечивающее некоторый компромиссный уровень риска, который называют приемлемым и который соответствует определенному балансу между ожидаемой выгодой и угрозой потерь.

В концепции риск-контроля вполне корректно определены основные понятия, определения контроля и его ключевые компоненты. Во-первых, контроль — это процесс, то есть средство достижения

² «Вестник НАУФОР» № 3'2006 год с. 32-40



цели, а не самоцель; во-вторых, контроль осуществляется людьми, поэтому для него важны не только (и не столько) правила, процедуры и другие руководящие документы, но, прежде всего, квалификация и компетентность людей на всех уровнях организации управления системой. В-третьих, от системы контроля регулятор может ожидать только **обоснованного** уровня обеспечения достижения поставленных целей, но никак не **абсолютной** гарантии безошибочной работы; и, наконец, в-четвертых, контроль — это процесс, в достаточной и оправданной мере обеспечивающий достижение заданных целей.

К этим целям обычно относят **целесообразность и финансовую эффективность** деятельности (включая сохранность активов), **обеспечение достоверности** финансовой отчетности и соблюдение применимого законодательства и требований регулирующих органов.

В существующей системе контрольной деятельности специализированного депозитария заложена проверка соблюдения законодательства, требований нормативных документов регулирующих органов и контрольных параметров, которым должны соответствовать субъекты системы инвестирования — управляющие компании, страховые компании, брокеры, банки и др. Система контроля, инструментом которой является спецдепозитарий, ориентирована в первую очередь на обеспечение сохранности активов, но при этом за пределами контрольной функции остались такие области, как, например, оценка ключевых рисков деятельности субъектов системы коллективных инвестиций, проверка целесообразности и экономической эффективности операций.

На самом деле на эффективность системы контроля решающее влияние оказывают принципы и методы его организации и проведения. Нам представляется, что основополагающими принципами контроля спецдепозитария могут быть:

I. **объективность контроля** — правила и процедуры, используемые контролером, одинаковы для всех субъектов системы, и технология контроля не зависит от специфических особенностей субъектов и объектов контроля;

II. **компетентность и адекватность руководства контролера** — наличие «человеческого» фактора не может игнорироваться, так как для нормального осуществления контрольной деятельности квалификация и адекватность руководства может стать критическим параметром;

III. **открытость для субъектов контроля, доступность результатов контроля для всех заинтересованных сторон** (с учетом, однако, требования соблюдения коммерческой тайны) — принцип «прозрачности» контрольной деятельности является ключевым с точки зрения как доверия и репутации самого контролера, так и уровня доверия ко всей системе коллективных инвестиций в целом;

IV. **полнота контроля** — не должно быть зон, свободных от контроля в той или иной форме;

V. **оперативность контроля** — должна быть достигнута основная цель контроля, т. е. на основании полученных результатов необходимо оперативно принимать меры по устранению допущенных нарушений или корректировке деятельности проверяемого субъекта;

VI. **независимость контроля** — для обеспечения достаточного уровня доверия к результатам контрольной деятельности данный параметр является одним из самых важных. Наличие финансовой, административной или корпоративной (явной или косвенной) зависимости контролера вызывает вопросы относительно корректности результатов его деятельности.

При определении эффективности и адекватности системы контроля должны в первую очередь учитываться не конкретные формы, методы и технологии контроля, не количество людей, занятых контролем, количество проведенных ими проверок или выявленных ошибок, а действия (или бездействие) специализированного депозитария и регулятора, степень и качество встроенности системы контроля во все бизнес-процессы системы коллективных инвестиций, своевременная оценка рисков и эффективности мер контроля, применяемых для смягчения их воздействия.

Главным критерием эффективности контроля вообще и контрольной деятельности специализированного депозитария, в частности, мы полагаем, может считаться **экономическая целесообразность контроля**, которая заключается в том, что **затраты на контроль не должны превышать потенциальную величину ущерба, который он в состоянии предотвратить.**

С учетом приведенных рассуждений можно говорить о том, что система риск-контроля строится из шести взаимосвязанных компонентов: [1] контрольная среда; [2] компетентность руководства; [3] оценка риска; [4] мероприятия контроля; [5] сбор и анализ информации и передача ее по назначению; [6] мониторинг и исправление ошибок. Отсюда следует, что в качестве целей регу-

лирования контрольной деятельности можно предложить снижение уровня системных рисков. Это может достигаться путем проецирования смягчающих риски форм и методов контроля на уровень каждого конкретного элемента системы коллективных инвестиций. Никто не может гарантировать, что однажды придуманный контроль реально смягчит воздействие риска в современных, весьма изменчивых условиях, если система не будет получать сигналы об уровне риска по каналам обратной связи.

Таким образом, одним из основных системообразующих рисков контрольной деятельности является риск применения детерминированной системы контроля. На наш взгляд, основные вопросы, связанные с осуществлением контрольной деятельности спецдепозитариями, являются следствиями применения системы «тотального» контроля.

ВОПРОС ВОЗНИКНОВЕНИЯ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ

Следующим по значимости является вопрос, связанный с потенциальной возможностью возникновения конфликта интересов. Речь идет о существующей в настоящее время системе отношений между субъектами системы коллективных инвестиций, когда экономической основой контрольной деятельности являются доходы, получаемые контролером от субъектов, контроль за деятельностью которых он осуществляет.

Для иллюстрации данного утверждения достаточно посмотреть, что клиентами спецдепозитария, которым он оказывает услуги по контролю их деятельности на возмездной основе являются:

- Управляющие компании (для паевых инвестиционных фондов)
- Управляющие компании и негосударственные пенсионные фонды (для негосударственного пенсионного обеспечения)
- Управляющие компании и Пенсионный фонд России (для накопительной части пенсий)
- Управляющие компании и уполномоченный федеральный орган (для военной ипотеки)

Только в двух случаях (один из которых является копией другого) из приведенных в этом списке доходная база спецдепозитария не зависит прямо или косвенно от воли контролируемого субъекта: для управления накопительной частью пенсий и для военной ипотеки. В этих двух случаях оплата вознаграждения спецдепозитария, т. е. контролера осуществляется за счет и по указанию «вла-



дельца актива» (Пенсионного Фонда и уполномоченного федерального органа соответственно). В случаях с паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами доходная база спецдепозитария формируется за счет управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов (для НПФ это связано с тем, что негосударственные пенсионные фонды могут сами выполнять роль управляющих активами). В ситуации, когда контролер оказывается в определенной финансовой зависимости от своего подопечного, совершенно очевидно, изначально заложен возможный конфликт интересов. Можно предположить, что слишком сильное увлечение контролем со стороны спецдепозитария может привести к тому, что управляющая компания будет объективно заинтересована сменить спецдепозитарий и перейти на обслуживание к более толерантному контролеру. Таким образом, контролируемый будет «терпеть» контролера ровно до того момента, пока деятельность последнего будет доставлять ему количественно хлопот и неприятностей, не превышающее некоторого «разумного» предела.

В существующей системе спецдепозитарии вынуждены балансировать между интересами своих клиентов и интересами своей профессиональной деятельности — ведь за спецдепозитариями в свою очередь наблюдает регулятор, а это лицензия. И при этом не стоит забывать, что за результаты своих действий управляющий активами и спецдепозитарий несут солидарную ответственность. Но, в отличие от управляющего активами, спецдепозитарий обладает весьма ограниченными возможностями реального влияния на результаты управления активами.

Таким образом, еще одним из самых существенных рисков в системе коллективных инвестиций может быть названа применяемая система договорных отношений и экономическая природа формирования доходной базы контролера — спецдепозитария. Для устранения данного риска необходимо изменение подхода к экономике контрольной функции. Оплачивать расходы по содержанию контрольной функции как дополнительной нагрузки (функции «паразитной» с точки зрения издержек) на всю систему в целом должен тот, кто объективно заинтересован больше всего в результатах этого контроля, т. е. в стабильности всей системы в целом и, как минимум, в сохранности своих активов.

С одной стороны, конечным «потребителем услуг» контролера (спецдепозитария) является инвестор (для паевых ин-

вестиционных фондов) и вкладчики (для негосударственных пенсионных фондов). Именно они являются теми субъектами, которые заинтересованы больше всех в эффективной работе контролера. И, по идее, они и должны являться источником формирования доходов спецдепозитария. И, кстати, при существующей системе отношений все издержки по функционированию системы коллективных инвестиций, в конечном счете, все равно оплачивает инвестор, т. к. именно на него перекадываются расходы, связанные с функционированием всех субъектов в целом. Разница только в том, что при этом механизм оплаты услуг спецдепозитария не должен предусматривать включение в цепочку договорных отношений субъектов, деятельность которых является предметом контроля.

С другой стороны, в эффективности функционирования системы коллективных инвестиций в целом заинтересовано государство, представленное соответствующими органами, отвечающими за финансовые рынки. И получается, что государство не должно допускать возникновения ситуаций, приводящих к снижению эффективности функционирования всей системы в целом. Было бы не совсем правильным утверждать, что и государство должно нести расходы по обеспечению контроля за функционированием системы, но, тем не менее, оно имеет возможности создавать такие «правила игры», которые не приводили бы к возникновению конфликта интересов.

ВОПРОС СОВМЕЩЕНИЯ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Риски, причинами которых является совмещение различных видов деятельности инфраструктурными организациями, остаются весьма актуальными. Вспомнить историю с компанией *ENRON*, может быть, уже даже и не стоит. Однако, нельзя не согласиться с тем, что в этом примере два совершенно безобидных вида профессиональной деятельности — консалтинг и аудит, объединенные вместе, смогли создать гремучую смесь.

Какие виды деятельности может совмещать спецдепозитарий:

- вести депозитарную деятельность;
- вести контрольную деятельность;
- осуществлять расчеты по деньгам;
- осуществлять расчеты по ценным бумагам;
- вести реестр владельцев инвестиционных паев;
- оказывать информационно-консультационные услуги;
- вести бухгалтерский учет фондов.

По вопросу совмещения различных видов деятельности существует две противоположные точки зрения.

Первая состоит в том, что совмещение различных видов деятельности неизбежно приводит к возникновению внутренних конфликтов интересов и появлению дополнительных рисков, связанных с совмещением различных видов деятельности. Например, сочетание функции контроля (т. е. ведения так называемого контрольного учета) с функцией ведения бухгалтерского учета фонда содержит прямое противоречие целей этих видов деятельности и, до известной степени, дублируют друг друга. С одной стороны, ведение и контрольного и бухгалтерского учета одним лицом приводит к тому, что контроль становится невозможным в принципе — отсутствуют данные для сравнения и анализа. С другой стороны, с учетом того, что понятие контрольного учета пока нигде и никак не определено, статус его неизвестен с точки зрения нормативного регулирования, какой из этих двух учетов «первичен», а какой «вторичен», тоже не вполне понятно, возникает вопрос о целесообразности контрольного учета вообще.

Вторая точка зрения состоит в том, что именно совмещение максимально возможного количества функций позволяет спецдепозитариям организовать полноценный контроль за движением и распоряжением активами. Ведь самый высокий уровень контроля за сохранностью активов достигается именно в случае, когда спецдепозитарий имеет возможность не только хранить все возможные виды активов (и деньги, и ценные бумаги), не только следить за процессами управления активами, производить расчеты по ценным бумагам (кроме расчетов по результатам торгов) и деньгам, но и получает возможность блокировки действий управляющего активами в случаях некорректного управления активами.

Таким образом, мы можем наблюдать некоторое противоречие, состоящее в том, что совмещение отдельных видов деятельности, разрешенных для спецдепозитария, увеличивает совокупные риски профессиональной деятельности контролера, но при этом именно совмещение отдельных видов деятельности контролера дает возможность организации наиболее эффективной системы контроля, позволяющей снизить как транзакционные издержки, так и уменьшить риски организационного взаимодействия в случае выполнения этих функций различными организациями.

Так что же лучше? Разделять или совмещать? Все зависит от того, что хочется. Если исходить из того, что целью органи-

зации контроля является построение максимально эффективной контрольной функции, то, конечно, совмещение всех функций, позволяющих такой контроль организовать, совершенно оправданно (при наличии внятных процедур регулирования рисков совмещения деятельности). При этом следует понимать, какие риски принимаются контрольной системой на себя и как и кто этими рисками будет управлять.

ВОПРОС НОРМАТИВНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ОТДЕЛЬНЫХ НАПРАВЛЕНИЙ СИСТЕМЫ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

К отрасли коллективных инвестиций на сегодня относятся и паевые инвестиционные фонды, и негосударственные пенсионные фонды, и система инвестирования накопительной части пенсионных средств и система военной ипотеки. За исключением последних двух направлений нормативное регулирование остальных направлений системы коллективных инвестиций имеет очень существенные различия. Приведем несколько примеров.

Пример первый. Как Бразилия по праву гордится своим футболом, так и мы можем по праву гордиться тем, что являемся, похоже, единственной страной, имеющей сразу несколько котировок для одних и тех же ценных бумаг, обращающихся на торгах у одних и тех же организаторов торговли. Т. е. в соответствии с нормативными документами организаторы торговли ежедневно рассчитывают несколько «рыночных цен» для одних и тех же ценных бумаг по разным алгоритмам, зафиксированным нормативными документами: для ПИФ своя рыночная цена, для пенсионных накоплений своя рыночная цена, для всех остальных своя рыночная цена.

Пример второй. Как и в случае с рыночной ценой одной бумаги, в настоящее время у нас есть как минимум три алгоритма и, как следствие, три формы для расчета стоимости чистых активов (СЧА): для ПИФ, для системы инвестирования пенсионных накоплений и для системы военной ипотеки. Различия в этих алгоритмах отражают, в свою очередь, различия во взглядах конкретных разработчиков конкретных нормативных документов. С точки зрения различных ведомств, возможно, здесь можно найти и логику, и мотивацию. С точки зрения государства в целом и участников рынка логику в необходимости выполнения расчетов и решения одной и той же задачи по различным правилам обнаружить затруднительно.

Пример третий. Для системы ПИФов, системы инвестирования накопительной части и для системы военной ипотеки определен один режим обеспечения контрольной функции и выполнения расчета СЧА и иной отчетности — ежедневный. Для системы инвестирования средств НПФ другой — ежемесячный режим контроля и отчетности. Кроме того, для всех направлений существует еще и ежеквартальная, и ежегодная отчетность. Само собой, что формы отчетности и порядок ее заполнения различаются. Заметим, что, как правило, субъекты отношений одни и те же: спецдепозитарий, управляющие компании, регистраторы, брокеры, банки и т. д.

Так сложилось исторически. Насколько это соответствует интересам участников рынка, инвесторам и инфраструктурным организациям, сказать теперь уже сложно. Все привыкли. И доводов в пользу того, чтобы пойти на упрощение и унификацию «правил игры», не так уж много — есть несомненный аргумент в пользу того, чтобы ничего не менять — «оно ведь работает». Однако можно привести и контраргументы. Нельзя не заметить, что избыточная сложность правил игры не может не настораживать тех, кто только задумывается о том, чтобы стать инвестором или участником рынка, и тех, кто только входит на наш фондовый рынок, оценивая свои риски. Кроме того, всем участникам процесса понятно, что множественность алгоритмов, форм и режимов контроля и отчетности приводит к тому, что издержки на поддержку учетных систем участников неоправданно возрастают. А ведь эти издержки неизбежно будут перенесены на конечного потребителя, т. е. на инвесторов. И, самое главное, сам процесс организации и поддержки учетных систем, которые оперируют с таким количеством алгоритмов и форм, содержит в себе риски возникновения технических и операционных ошибок. А это приводит к увеличению издержек и к возможному снижению привлекательности инвестирования с помощью данного механизма.

Кроме того, если исходить из того, что дискуссии о судьбах электронного документооборота на финансовом рынке вообще и на рынке коллективных инвестиций в частности, окажутся плодотворными и количество неизбежно перерастет в качество, то непременно возникает вопрос о том, а стоит ли автоматизировать то, что есть. Может быть, имеет смысл сначала произвести разумное упрощение нормативного обеспечения или сделать это, по крайней мере, одновременно с технической и технологической реализацией. И

тогда, возможно, издержки на автоматизацию обмена информацией не будут столь болезненными?

* * *

Формат журнальной статьи не позволяет с достаточной дотошностью и тщательностью провести анализ всех существующих проблем. Предложенные наблюдения могут рассматриваться только в качестве частного мнения по затронутым вопросам и не могут претендовать на полноту и охват всех возможных аспектов. Мы не затрагивали таких вопросов, как управление операционными рисками спецдепозитария, вопроса оправданности введения понятия «операционного дня» в процессе осуществления контрольной деятельности, вопроса, связанного с определением понятия «копия первичного документа» и ряд других. Тем не менее, предложенный обзор некоторых особенностей контрольной деятельности в системе коллективных инвестиций дает возможность предположить, что риски спецдепозитария могут представлять собой довольно сложную систему и большинство из них носит скрытый, динамический характер и может быть совершенно неожиданными как для субъектов системы коллективных инвестиций, так и для «конечных пользователей», т. е. для инвесторов.

Вместе с тем, наличие многочисленных рисков само по себе не означает, что инструменты коллективных инвестиций сами по себе очень рискованные. Чем выше степень детализации и адекватность описания системы рисков, тем понятнее становится структура инструментов системы коллективных инвестиций, тем легче разработчикам проектировать инструмент и систему организации взаимодействия всех субъектов системы, тем эффективнее можно организовать систему риск-менеджмента, тем легче и проще консультанту объяснять инвестору суть инструмента и тем легче инвестору принимать разумные, осознанные и взвешенные решения. ■





Алексей Мишин
генеральный директор ООО «СЗФК»,
канд. экон. наук

НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ И ИНФРАСТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА

При рассмотрении общих элементов экономической политики стран с развитой экономикой хочется обратить внимание на проблему, которая во многом определяет состояние современного общества. Правительства и государственные органы вынуждены учитывать ее при принятии тех или иных решений в экономике и в социальной сфере, и, прежде всего, в пенсионной политике. Это увеличение продолжительности жизни и, как следствие, старение населения.

Под старением населения, или демографическим старением, понимают увеличение доли пожилых и старых людей в общей численности населения.

Различают два типа старения населения:

- старение снизу, которое является результатом снижения рождаемости;
- старение сверху, которое является результатом увеличения средней продолжительности предстоящей жизни, уменьшения смертности в старших возрастах.

Исследования показывают, что начиная с середины XIX в. сформировалась долгосрочная тенденция постоянного увеличения продолжительности жизни в среднем на 2,5 года за декаду. Данная тенденция сохраняется и в настоящий момент.

Казалось бы, экономика должна была приспособиться к столь долговременной

тенденции. Но проблема общего старения населения осложнена следующим обстоятельством: многие страны испытывали бум рождений после второй мировой войны, за которым последовало довольно резкое падение уровня рождаемости ниже уровня замещения. В результате такого развития событий, пенсионеров постепенно становится все больше, в то время как молодежи, которая впервые вступает на рынок труда, все меньше

Проблема старения приобрела настолько важное значение, что выступая в августе 2004 г. на пресс-конференции в Джексон-Холле (штат Вайоминг) глава федеральной резервной системы США Алан Гринспен назвал старение населения США препятствием для экономического роста страны и развития системы общественного финансирования. Кроме того, он заявил, что без повышения сред-

него возраста, с которого начинаются обязательные выплаты по пенсионному обеспечению, американскую экономику ожидают большие трудности.

Прекрасно, что люди стали жить долго и при этом меньше болеть. Но в чем здесь экономическая проблема?

Первая и главная — это обеспечение адекватного перераспределения денежных и иных ресурсов от тех, кто работает, к неработающим, в том числе и к пенсионерам.

Долгое время господствовала практика государственного социального обеспечения, которое основывалось только на перераспределительном механизме или принципе *PAYG (Pay As You Go)*. Данный принцип заключался в том, что работающие граждане перечисляли налоги в специальный государственный пенсионный фонд, который, в свою очередь, выплачи-



вал их как пенсии тем, кто уже закончил трудовую деятельность. Данный механизм является логическим продолжением обычной практики, когда работающие члены одной семьи (или общины) содержали наиболее старых ее членов и заботились о них. Все это прекрасно функционирует, пока соотношение между работающими гражданами и нетрудоспособными составляет 3 и более. Падение соотношения ниже приводит или к росту ставки налога, перечисляемого в пенсионный фонд, или к снижению коэффициента замещения (соотношения между средней пенсией и средней заработной платой).

На настоящий момент в связи с проблемами, которые старение накладывает на общество, общепринятой считается система пенсионного обеспечения, которая совмещает в себе как перераспределительные, так и накопительные элементы. При этом накопительные элементы могут быть обязательными и добровольными. В нашей стране основу системы добровольного или дополнительного пенсионного обеспечения составляют негосударственные пенсионные фонды.

Смысл существования любого пенсионного фонда состоит в страховании будущих доходов его участников после их выхода на пенсию. При этом до момента выхода на пенсию участники осуществляют платежи в фонд или, как принято говорить, покупают пенсионные права. Чем больше сделано платежей, тем больше куплено пенсионных прав и тем на большую пенсию участник сможет рассчитывать после выхода на пенсию.

Соответственно, пенсионные фонды являются типичными финансовыми посредниками, однако в отличие, например, от банков или паевых инвестиционных фондов у пенсионных фондов отсутствуют краткосрочные ликвидные обязательства, что очень сильно сказывается на принципах их деятельности. Эти осо-

бенности пенсионных фондов сказываются на всей финансовой системе, в которой они функционируют.

Во-первых, как видно из таблицы, пенсионные фонды аккумулируют огромные ресурсы. Так, например, за десятилетний период объем средств в пенсионных фондах в странах ОЭСР вырос с 5,9 трлн долл. в 1994 г. до 15,6 трлн долл. в 2004 г. В США объем активов пенсионных фондов и активов компаний, занимающихся страхованием жизни в 2004 г. почти в 2 раза превосходил объем активов взаимных фондов.

Во-вторых, пенсионные фонды активно ищут возможность повысить свои доходы за счет работы с альтернативными инвестициями, такими как сырьевые товары, вино, лес, произведения искусства, хедж-фонды, и выхода на рынки ценных бумаг и недвижимости других стран. По данным на 31 марта 2005 г. в портфеле Пенсионного фонда госслужащих штата Нью-Йорк (активы под управлением — 126,1 млрд долл.) имелись АДР «Газпрома» на 4,8 млн долл. по текущей рыночной цене, ЛУКОЙЛА — на 5 млн долл., Татнефти — на 2,7 млн долл., Сибнефти — на 146,640 тыс. долл. Кроме того, у нью-йоркского фонда были паи нескольких фондов развивающихся рынков, в которые входят акции российских компаний, включая *Morgan Stanley Emerging Markets* на 421,5 млн долл. и *Templeton Emerging Markets* на 456,8 млн долл.

Значительные финансовые ресурсы, сосредоточенные в пенсионных фондах, требуют для себя адекватных механизмов, действующих в рамках как самого финансового рынка, так и его инфраструктуры.

Пенсионные деньги всегда ассоциируются с долговременными инвестициями в экономику. Но это возможно только в том случае, если существует достаточное количество финансовых инструментов, обеспечивающих вложения пенсион-

ных средств в экономику, которые одновременно совмещают необходимую для пенсионных фондов надежность с приемлемой доходностью.

К сожалению, фондовый рынок в России не может обеспечить специфические потребности пенсионных фондов. Так, по данным организаторов торгов, 83% объемов торгов на фондовом рынке России обеспечивают 10 крупных компаний: РАО «ЕЭС России» (25,85% от объема торгов за 2004 г.); ЛУКОЙЛ (21,2%); Норникель (10,55%); ЮКОС (8,69%); Сургут-

ОБЩИЕ ОБЪЕМЫ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И ПОЛИСОВ СТРАХОВАНИЯ ЖИЗНИ

Страна	Общие объемы пенсионных фондов и полисов страхования жизни, в % от ВВП
Австралия	91,3
Канада	77,3
Дания	91,7
Финляндия	60,1
Германия	31,9
Испания	20,9
Италия	22,1
Великобритания	116,2
США	115,0
Среднее по странам ОЭСР	108,7

нефтегаз (6,14%); Сбербанк РФ (5,44%); Ростелеком (3,13%); Транснефть (2,77%); Мосэнерго (1,94%); Татнефть (1,21%).

Единственные ценные бумаги, которые настоятельно рекомендуются для инвестиций пенсионных средств — это государственные ценные бумаги. Однако в соответствии с рекомендациями специалистов ОЭСР необходимо быть очень осторожными при инвестировании в них средств пенсионеров. На первый взгляд,

СПРАВКА

Как следует из статистики Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), на 1 января 2006 г. общий объем пенсионных резервов 260 действующих в РФ пенсионных фондов увеличился до 277,364 млрд руб., что составляет чуть более 1% ВВП России.

Количество участников НПФ по негосударственному пенсионному обеспечению за 2005 г. увеличилось почти на 10% и составило на начало 2006 г. 6,01 млн человек, т. е. всего около 9% экономически активного населения нашей страны. Между тем на 40% выросло число участников, которые получают негосударственную пенсию. Если в начале 2005 г. пенсии в НПФ получали 500 тыс. человек, то к концу года 704,8 тыс. человек, что составляет менее 2% от всех пенсионеров, которых обслуживает Пенсионный фонд Российской Федерации.

При этом около 85% общей суммы пенсионных резервов (237 млрд руб.) сконцентрировано в 9 крупнейших НПФ, резервы каждого из которых превышают 3 млрд руб. При этом безусловным лидером по-прежнему является НПФ «Газфонд», пенсионные резервы которого на конец минувшего года составили 163,4 млрд руб. На втором месте — НПФ «Благосостояние» с объемом резервов в 27,9 млрд руб. Третье место занимает Ханты-Мансийский НПФ (18,61 млрд руб.), четвертое — НПФ «ЛУКОЙЛ-Гарант» (6,06 млрд руб.), замыкает пятерку лидеров НПФ электроэнергетики с резервами в 5,18 млрд руб.

С начала 2005 г. негосударственные фонды получили возможность работать и с накопительной частью трудовой пенсии. Так, на 31 марта 2006 г. из общего объема в 189 млрд руб., только 2 млрд руб. находилось в активах негосударственных пенсионных фондов.



это кажется парадоксальным. Однако если принять во внимание то, что государственные бумаги обычно используются не для вложений в экономику, а для финансирования дефицита государственного бюджета, при этом средства для их погашения берутся из налоговых поступлений, то становится понятной такая озабоченность.

Безусловно, если для размещения пенсионных средств будут разработаны специальные государственные программы, которые позволят использовать эти средства не для покрытия текущих обязательств бюджета, а для инвестирования в глобальные экономические проекты, то именно такое размещение будет в полной мере отвечать требованиям и логике пенсионных накоплений. К сожалению, можно констатировать, что в Российской Федерации на начальном этапе проведения пенсионной реформы задача создания необходимого спектра финансовых инструментов не была решена. Сейчас делаются определенные шаги к созданию рынка ипотечных ценных бумаг, но этого явно недостаточно.

Как уже было отмечено, такие специфические инвесторы, как пенсионные фонды, требуют для себя и соответствующей инфраструктуры финансового рынка. О каких же требованиях идет речь?

I. Требования максимальной прозрачности, надежности клиринговых систем и эффективной торговой системы.

Если обсуждать российские реалии, то по этому поводу можно говорить долго, но основные проблемы понятны. Безусловно, на первом месте стоит не решенная до сих пор проблема создания Центрального депозитария. Учитывая социальную значимость НПФ, именно сохранность пенсионных активов становится краеугольным камнем их деятельности, поэтому появление такого элемента фондовой инфраструктуры, как центральный депозитарий, позволит:

- во-первых, обеспечить лучшую защищенность прав собственности на ценные бумаги по сравнению с существующей ныне системой;
- во-вторых, ускорить и упростить расчеты по сделкам с ценными бумагами;
- в-третьих, применить новые стандарты и передовые технологии, что позволит удешевить обслуживание НПФ и снизить их совокупные издержки.

Кроме того, к этим же проблемам можно отнести и вопросы, связанные с разрешением компаниями по управлению активами НПФ инвестировать средства пенсионных фондов в иностранные ценные бумаги. На настоящий момент это

кажется чем-то экзотическим, но для западного пенсионного рынка — это сложившаяся практика.

II. Сокращение любых транзакционных издержек на финансовом рынке.

К сожалению, одной из наиболее острых проблем российского фондового рынка являются высокие издержки инвесторов. Это, в частности, обусловлено слабой эффективностью применения законодательства, отсутствием необходимой «прозрачности» фондового рынка и деятельности эмитентов, обостренными конфликтами интересов различных экономических субъектов, присущими переходной экономике России.

Под транзакционными издержками обычно понимаются экономические издержки, возникающие при любой форме взаимоотношений между экономическими агентами.

Так, к транзакционным издержкам, в частности, относятся:

- издержки, связанные с высокой стоимостью услуг инфраструктуры финансового рынка;
- издержки, связанные с рисками нарушения прав инвесторов, воздействия кризисных явлений и др.;
- издержки, сопровождающие межотраслевой перелив капиталов;
- издержки, связанные с рисками манипулирования и использования инсайдерской информации;
- издержки, связанные с рисками недостаточной прозрачности фондового рынка.

Общим источником возникновения транзакционных издержек инвесторов являются конфликты интересов, которые непосредственно связаны со стремлением каждого экономического агента максимизировать собственную выгоду.

Транзакционные издержки инвесторов ведут к снижению доходности инвестиций, а иногда к прямым убыткам.

Здесь необходимо отметить, что Федеральная служба по финансовым рынкам осознает необходимость и важность решения данной проблемы. В подтверждение, позволю себе привести цитату из разработанной ФСФР Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 г.: *«Несовершенство инфраструктуры финансового рынка повышает транзакционные издержки. Нормативная правовая база, регулирующая различные аспекты деятельности по инвестированию на российском фондовом рынке, до конца не сформирована».*

В этом же документе отмечается что сложившаяся на рынке ценных бумаг тен-

денция *«рождает серьезные проблемы для инвестирования пенсионных накоплений и других средств обязательных накопительных систем».*

III. Создание развитой информационной и коммуникационной системы на финансовом рынке.

В основном здесь идет речь о создании открытой информационной системы, которая позволяет заинтересованным лицам получать всю необходимую финансовую информацию, связанную с размещением пенсионных резервов и накоплением.

Если говорить о российской практике, то информационное обеспечение можно разбить на два основных блока:

1. Информация, необходимая для принятия решений непосредственно вкладчикам негосударственных пенсионных фондов, как гражданам, так и организациям. Сюда можно отнести балансы НПФ, аудиторское и актуарное заключения, иные финансовые показатели деятельности НПФ, любую информацию, связанную с особенностями пенсионных схем и программ.

2. Информация, необходимая участникам рынка (компаниям по управлению активами НПФ, самим НПФ, специализированным депозитариям) для принятия решения об инвестировании активов, в том числе и пенсионных накоплений, а также для контроля за правильностью этого инвестирования.

При этом если говорить о первом информационном блоке, то эта информация так или иначе представлена на сайте ФСФР, на других информационных сайтах, на сайтах самих негосударственных пенсионных фондов. Хотя, безусловно, учитывая то, что именно правильная информационная политика позволит вовлечь в пенсионную реформу большинство работающего населения нашей страны, было бы правильно поставить пенсионные фонды в такие же рамки, как паевые инвестиционные фонды, и обязать их публично раскрывать максимальное количество информации для граждан, особенно для своих вкладчиков.

Если говорить о втором информационном блоке, то здесь проблем значительно больше.

В настоящий момент в Российской Федерации существует достаточно четкая и хорошо проработанная законодательная база, связанная с размещением пенсионных резервов и пенсионных накоплений.

Управляющие компании для принятия решений об инвестировании пенсионных резервов и накоплений, а специализированные депозитарии для осуществления

контроля должны получать большое количество информации о фондовом рынке. В основном это обычная информация о котировках, объемах выпусков ценных бумаг и т. п. Однако необходима и некоторая специфическая информация, например:

- нарушение сроков предоставления отчетности эмитентом;
- нарушение эмитентом требования законодательства о ценных бумагах;
- недостаточность стоимости чистых активов эмитента;
- наличие у эмитента убытков по итогам 2 из 3 последних лет;
- применение процедуры банкротства к данному эмитенту и т. п.

В настоящий момент такая информация собирается из открытых источников. Но за ее точность и актуальность никто ответственности не несет. Кроме того, часто данная информация предоставляется на платной основе, что, безусловно, увеличивает общие транзакционные издержки пенсионной системы.

По всей видимости, было бы правильно, если бы такую информацию УК и специализированные депозитарии, а также другие заинтересованные лица могли получать от специального уполномоченного органа, что обеспечивало бы ее точность и единообразие для всех заинтересованных лиц. Подобный подход, безусловно, позволил бы снизить риски для всех участников финансового рынка а также явился бы прекрасным дисципли-

нирующим фактором для эмитентов ценных бумаг.

IV. И наконец — как крупные инвесторы, пенсионные фонды вынуждают предприятия внедрять современные системы корпоративного управления, обеспечивающие открытость и доступность финансовых и иных показателей деятельности предприятий.

Скандалы с фальсификацией финансовой отчетности в последнее время стали не редки. Здесь необходимо также вспомнить, что первый значительный скандал подобного рода с компанией «Энрон» (*Enron Corporation, USA, 2001 г.*) привел к тому, что пенсионный фонд бывших сотрудников «Энрон» потерял более 1 млрд долл., которые были вложены в акции самого «Энрона».

Позволю также привести мнение председателя совета директоров LSE К. Гибсон-Смита, который уверен, что желание привлечь внимание и деньги крупных инвесторов заставляет компании повышать прозрачность и ответственность. *«Если директор российской компании задается вопросом, зачем ему нужны международные стандарты финансовой отчетности, зачем раскрывать эту информацию, ведь это не в его интересах, ответ в конечном итоге будет таким: вы сможете привлечь деньги гораздо дешевле. Чем прозрачнее и правдивее бизнес, тем он эффективнее»,* — говорит Гибсон-Смит.

В заключение хотелось бы отметить, что в России на настоящий момент сло-

жилась тенденция к снижению коэффициента замещения, а именно это и является характеристикой того, насколько сильно пенсионер теряет в уровне жизни, выходя на пенсию. То есть если зарплата была 10 тыс., а пенсия получается 5 тыс., то условно говоря, человек станет жить в 2 раза хуже. В России коэффициент замещения сейчас меньше 30%. При этом считается, что «достойная старость» — это 60—70% по стандартам Международной организации труда.

Впрочем, как правило, государственные пенсионные системы даже в развитых странах не дают такого уровня. Его можно достичь только с параллельным использованием дополнительного пенсионного обеспечения.

У нас о коэффициенте замещения в 50% пока можно только мечтать. Поэтому другой альтернативы, кроме системы дополнительного (добровольного) пенсионного обеспечения, на настоящий момент не существует. Наши граждане, которые хотели бы обеспечить себе достойную старость, будут вынуждены обращаться к страховым компаниям или к негосударственным пенсионным фондам. И задача законодателей и регулирующих органов — создать необходимую инфраструктуру, которая позволит не только обеспечить жесткий контроль за сохранностью пенсионных ресурсов, но и даст возможность быстрого развития системы дополнительного пенсионного обеспечения. ■



НДЦ поздравляет с годовщинами плодотворной деятельности

**Дрезднер Банк, Металлургический инвестиционный банк,
Инвестиционную компанию "Нева-Инвест"**

Уважаемые коллеги!

Вы работаете в компаниях, которые зарекомендовали себя в качестве надежных и профессиональных партнеров и приобрели заслуженное признание на российском рынке и за рубежом.

Примите наши искренние поздравления и пожелания крепкого здоровья, хорошего настроения, благополучия и дальнейших успехов в ваших начинаниях!

Пусть вам всегда и во всем сопутствует удача!



Интервью с Генеральным директором
ООО «Управляющая компания «Наследие СП»
Галиной Виноградской

ЭЛЕКТРОННЫЙ ДОКУМЕНТООБОРОТ НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

СТРЕМИТЕЛЬНО РАЗВИВАЮЩИЙСЯ РЫНОК ТРЕБУЕТ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ ЕГО УЧАСТНИКАМИ. Одной из основных тенденций развития рынка, как на европейском пространстве, так и в России является унификация и стандартизация операций и коммуникаций между участниками, в том числе путем внедрения технологий электронного документооборота (ЭДО). Год назад по инициативе Национального депозитарного центра (НДЦ) и Национальной лиги управляющих (НЛУ) была создана рабочая группа по разработке единых форматов на рынке коллективных инвестиций. И есть надежда, что после выработки единых стандартов для РКИ и решения ряда нормативно-правовых вопросов электронный документооборот станет основной формой взаимодействия между участниками рынка коллективных инвестиций. О потребностях и ожиданиях в ЭДО управляющей компании и об используемых УК системах электронного документооборота рассказывает сегодня Галина Виноградова, Генеральный директор ООО «Управляющая компания "Наследие СП"».

Депозитариум: Галина Геннадьевна, используются ли вашей компанией технологии электронного документооборота? Если да, то опишите, пожалуйста, особенности его организации (организатор системы ЭДО, ее участники, используемые форматы, удобство пользования). Если нет, то почему?

Г. В. Наша компания активно использует технологии электронного документообо-

рота. Во-первых, у нас разработана собственная программа для учета операций по фондам, при этом в программе предусмотрена возможность ввода информации не только по ценным бумагам, но и по любым объектам, которые могут составлять активы фондов. Программа позволяет отражать все операции, связанные с деятельностью фондов: сделки с ценными бумагами (предусмотрена воз-

можность отражения операций на разных биржах), погашение купонов по облигациям, начисление вознаграждений, начисление паев и т. д. Одним из преимуществ программы является автоматическая загрузка информации в 1С/бухгалтерию для проведения оперативной сверки данных между бэк-офисом и бухгалтерией. Программа была разработана с учетом требований, предъявляемых специа-

лизированным депозитарием для возможности ЭДО с ним.

Но при этом при работе с каждым участником используется своя программа.

При взаимодействии с профессиональным участником рынка ценных бумаг ОАО «РОСБАНК» используются:

- модуль интернет-торговли Системы «РосТрейд», которая позволяет совершать сделки с ценными бумагами в режиме *on-line*;

- система «Интернет Клиент-Банк», с помощью которой осуществляется обмен электронными документами. Данная система имеет небольшую недоработку — невозможность автоматической загрузки биржевых котировок, которые должны передаваться из банка управляющей компании по системе ЭДО.

При взаимодействии со Специализированным депозитарием ОАО «Банк внешней торговли» используется система ДБО *BS-ClientV3* (подсистема «Специализированный депозитарий»);

При взаимодействии с ОАО «Банк внешней торговли» как с агентом интервального паевого инвестиционного фонда по выдаче и погашению инвестиционных паев применяют систему ДБО *BS-ClientV3* (подсистема «Услуги агента по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев»).

При взаимодействии с банками ОАО «Банк внешней торговли», ОАО «БАЛТИН-ВЕСТБАНК» по расчетным счетам работают с системой ДБО *BS-ClientV3* (подсистема «Банк-Клиент»).

Указанные системы позволяют организовать обмен документами между управляющей компанией и контрагентами по безбумажной технологии и являются одним из способов подготовки и доставки платежных и иных документов.

Системы ЭДО решают следующие задачи:

- доставка, контроль и обработка различных типов платежных и информационных документов;

- обмен сообщениями в произвольной форме;

- получение выписок и отчетов в различных видах и форматах, а также иной информации.

Поскольку специализированный депозитарий паевого инвестиционного фонда, согласно законодательным актам РФ, ведет дублирующий управляющую компанию учет и несет солидарную с управляющей компанией ответственность, существует необходимость ежедневного обмена документацией различного характера с использованием системы ДБО *BS-ClientV3* (подсистемы «Специализированный депозитарий»).

УК «Наследие СП» использует следующие документы, в которых информация предоставлена в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью:

- документация, позволяющая осуществлять контроль движения денежных средств по счетам Фонда;

- документация, позволяющая отслеживать операции с ценными бумагами, осуществляемые через брокерские компании на бирже;

- документация, позволяющая отслеживать состояние портфеля ценных бумаг

проблема благополучно решается с помощью ЭДО.

Если говорить об особенностях интересов УК, способных оказать существенное влияние на разработку технологий электронного документооборота, то хотелось бы отметить:

- обеспечение определенными нормативно-правовыми актами сроков предоставления и обработки документов;

- необходимость минимизации операционных рисков участников документооборота;

Если будет разработан единый стандарт, то это станет шагом вперед для участников рынка ценных бумаг, в том числе управляющих компаний: они не будут раскрывать информацию отдельно для информационных агентств, отдельно для ФСФР и т. д.

Фонда, вести контроль состава и структуры активов Фонда.

И это далеко не полный перечень ежедневного документооборота.

Основные плюсы использования ЭДО Управляющей компанией следующие:

- простота использования системы;

- возможность предоставления документов в сроки, определенные регламентами специализированных депозитариев, регистраторов и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг;

- существенное снижение затрат при обмене информацией.

Депозитариум Насколько, на Ваш взгляд, высока потребность управляющей компании в использовании ЭДО? Каковы объективные особенности интересов УК, способные оказать существенное влияние на разработку технологий ЭДО и их распространение?

Г. В. Роль ЭДО в работе Управляющей компании только возрастает с развитием рынка коллективных инвестиций и конкуренции, особенно потребность увеличивается с ростом объемов активов, находящихся в управлении. ЭДО — это оперативность, точность, снижение затрат. Поскольку инфраструктура паевого инвестиционного фонда может быть сосредоточена в нескольких городах (УК в одном городе, специализированный депозитарий — в другом, агентские пункты — в различных регионах), существует серьезная проблема осуществления документооборота в связи с удаленностью. Эта

- обеспечение требуемых конфиденциальности, целостности и авторства документов;

- необходимость снижения затрат на информационное взаимодействие участников.

Все это, в первую очередь, относится к взаимодействию со специализированным депозитарием. Но с развитием агентских сетей перед каждой управляющей компанией встают эти же вопросы. Для эффективной работы с управляющей компанией агент должен иметь систему ЭДО, которая позволит:

- автоматизировать прием заявок клиентов (пайщиков) на пунктах приема заявок;

- гарантировать доставку принятых заявок;

- автоматизировать обработку полных отчетов;

- автоматизировать доставку заявок, переданных из Управляющей компании, доставку в Управляющую компанию результатов обработки заявок от Регистратора;

- осуществлять доставку из Управляющей компании в пункты приема заявок результатов обработки заявок;

- автоматизировать обновление справочников пункта приема заявок информацией, полученной от Управляющей компании;

- гибкость в затратах на связь — возможность работать как в режиме *on-line*, так и в режиме *off-line*;





- повышение качества услуг удаленных пунктов продаж за счет автоматизированного взаимодействия с Управляющей компанией;

- быстрое развертывание агентской сети, возможность создания мобильных пунктов продаж;

- возможность передачи данных Управляющей компанией и далее Регистратору без изменения формата в режиме электронного документооборота.

Кроме этого, хотелось бы отметить и особенности взаимодействия участников

- недостаточная заинтересованность некоторых участников рынка в использовании ЭДО.

Депозитариум Не секрет, что одной из преград к повсеместному распространению технологий электронного взаимодействия является недостаточная психологическая готовность различных категорий участников рынка к нему. Не исключение и управляющие компании. Что Вас как руководителя УК смущает в разговорах о переходе на ЭДО?

стемы наращивать свою мощность определялась только мощностью соответствующего аппаратного обеспечения. Вполне возможно, что может не потребоваться сразу внедрение всех компонентов системы ЭДО, иногда спектр решаемых задач меньше, чем весь спектр задач документооборота. Тогда очевидно, что система документооборота должна состоять из отдельных модулей, интегрированных между собой. Также необходимыми составляющими системы должны быть безопасность, подтвержденная системой защиты (электронно-цифровая подпись), технологичность, надежность и простота в использовании.

Наиболее перспективным с точки зрения стандартизации ЭДО является развитие региональных агентских сетей для облегчения инвестирования свободных средств мелких инвесторов, в том числе с использованием управляющими компаниями региональных подразделений банков.

В первую очередь, необходимо стандартизировать электронный документооборот со специализированными депозитариями, которые, как правило, оказывают комплексные услуги управляющим компаниям. Единые стандарты ЭДО позволят управляющим компаниям организовать обмен документами с разными депозитариями, что существенно сократит расходы управляющей компании на приобретение программного обеспечения, используемого отдельно взятым депозитарием. ■

В первую очередь, необходимо стандартизировать электронный документооборот со специализированными депозитариями, которые, как правило, оказывают комплексные услуги управляющим компаниям.

рынка с ФСФР. В настоящее время взаимодействие с ФСФР осуществляется посредством предоставления документов на бумажных и магнитных носителях. Если будет разработан единый стандарт, то это станет шагом вперед для участников рынка ценных бумаг, в том числе и для управляющих компаний: они не будут раскрывать информацию отдельно для информационных агентств, отдельно для ФСФР и т. д.

Депозитариум: Какие объективные (внутренние и внешние) причины, на Ваш взгляд, сдерживают развитие ЭДО?

Г. В. Главной причиной я считаю отсутствие единых требований к форматам электронных сообщений, которыми обмениваются участники РКИ в процессе эксплуатации различных систем ЭДО. Сегодня не существует единых требований к форматам системы ЭДО, поэтому каждая компания решает эти вопросы самостоятельно и разрабатывает форматы, исходя из своих ресурсов и особенностей. Это приводит к сложности при взаимодействии между участниками рынка и дополнительным расходам на доработку имеющихся систем.

Кроме этого, сдерживающими факторами являются:

- дефицит на рынке программ, отвечающих требованиям управляющих компаний, и, соответственно, увеличение затрат на разработку и доработку собственного программного обеспечения;

- использование участниками РКИ разных, несовместимых по форматам электронных цифровых подписей электронных документов;

Г. В. Ничего не смущает, наоборот, мы являемся активными сторонниками перехода на ЭДО, и при выборе контрагентов для работы обращали внимание на использование ими ЭДО. Но серьезным препятствием при переходе на единые форматы для уже работающих в ЭДО компаний могут стать затраты на приведение используемых форматов к единой форме. Поэтому важно, чтобы рабочая группа при разработке единых стандартов максимально учитывала уже действующие форматы.

Депозитариум Какой вы видите оптимальную систему ЭДО для РКИ? Какая область деятельности на рынке коллективных инвестиций, на Ваш взгляд, наиболее перспективна с точки зрения ее стандартизации и внедрения электронного документооборота? Какие процессы должны быть стандартизованы в первую очередь?

Г. В. Оптимальная система ЭДО должна базироваться на универсальных форматах для всех участников рынка ценных бумаг, что позволит более согласованно и системно работать с клиентами и контрагентами. Речь идет именно об унификации и стандартизации документооборота и процедур взаимодействия между участниками, при этом необходимо, чтобы при работе с системой ЭДО возможно было использовать стандартные программы Интернета, что делает данную систему общедоступной для всех участников рынка. Желательно, чтобы система документооборота могла поддерживать, как 5, так и 5 тыс. пользователей и способность си-



В ОЖИДАНИИ БУМА

В ПРЕДДВЕРИИ ОЖИДАЕМОГО БУМА IPO РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ПЕРЕД ИНФРАСТРУКТУРОЙ ФОНДОВОГО РЫНКА СТОИТ ЗАДАЧА ПО СОЗДАНИЮ КОНКУРЕНТОСПОСОБНЫХ, ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ УСЛОВИЙ РАЗМЕЩЕНИЯ ЭМИТЕНТОВ НА РОССИЙСКИХ ФОНДОВЫХ ПЛОЩАДКАХ. МЫ ПОПРОСИЛИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ДАТЬ ОЦЕНКУ ДЕЙСТВУЮЩЕЙ СИСТЕМЕ И ВЫСКАЗАТЬ ПОЖЕЛАНИЯ ПО ОПТИМАЛЬНОЙ ОРГАНИЗАЦИИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ЭМИТЕНТА, РЕГИСТРАТОРА, ДЕПОЗИТАРИЯ, АНДЕРРАЙТЕРА, ИНВЕСТОРА.

1

Чем расчетный депозитарий может оказать содействие эмитентам, андеррайтерам, инвесторам при проведении IPO? Какие услуги может предложить им расчетный депозитарий? Как эти услуги должны тарифицироваться?

2

Как должно быть организовано взаимодействие между эмитентом, регистратором, депозитарием, андеррайтером, инвестором — между собой по отдельности (эмитент—регистратор, регистратор—депозитарий, эмитент—депозитарий, андеррайтер-инвестор и т. д.) и в целом?

3

Пожалуйста, остановитесь подробнее на взаимодействии регистратора и расчетного депозитария при проведении IPO? Какими вы видите их роли с точки зрения эмитента, андеррайтера, инвестора?



Наталья Барышникова
генеральный директор ООО «ЦДФ»

1 Расчетный депозитарий занимает одну из ключевых позиций в организации проведения IPO. Основная его задача заключается в своевременном зачислении ценных бумаг на счета акционеров по результатам размещения. Услуги, которые может оказать расчетный депозитарий участникам размещения, зависят от вида размещения, выбранного эмитентом. С точки зрения депозитария важным является выбор эмитентом биржевого или внебиржевого IPO, так как при каждом виде депозитарий может задействовать различные технологии обслуживания клиентов. В первом случае размещение осуществляется в основном через существующих профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеров), процесс размещения с точки зрения документооборота с депонентом не отличается от других депозитарных операций, и в качестве дополнительных услуг расчетный депозитарий мог бы предложить в первую очередь информационные услуги в дополнительном освещении IPO. При внебиржевом размещении депозитарий должен провести значительную предварительную работу в части заключения депозитарных договоров с потенциальными покупателями, открытия им счетов депо, приема депозитарных поручений, а по завершении размещения представить депонентам отчеты об исполнении или неисполнении принятых поручений, уведомления о проведенных операциях, выписки со счетов депо. При внебиржевом размещении также важна информационная составляющая IPO, которая позволяет всем участникам своевременно получать полные и достоверные сведения о размещении.

2 Эмитент, андеррайтер, инвестор, регистратор, депозитарий, а в ряде случаев еще и брокер, тесно связаны между собой в процессе первичного размещения ценных бумаг, и каждому из них отведена своя роль. Взаимодействие между участниками процесса построено на основании договоров, и большим плюсом является организация взаимодействия на основании системы электронного документооборота, позволяющая сторонам оперативно получать необходимую информацию. Такая система хорошо себя показала при взаимодействии депозитариев с депонентами — профессиональными участниками, инвесторами и может быть распространена на взаимоотношения в парах депозитарий—регистратор, эмитент—регистратор. Вне зависимости от выбора схемы взаимоотношений между участниками размещения определяющими являются факторы полноты, достоверности, своевременности, а также удобства дальнейшей обработки получаемой информации всеми участниками размещения.

3 Необходимость наличия регистратора при размещении ценных бумаг обусловлена требованиями действующего законодательства, в то время как необходимость появления расчетного депозитария возникает в первую очередь при биржевом IPO. Функции регистратора и депозитариев в этом случае различны. Регистратор открывает счета эмитенту, расчетному депозитарию и обеспечивает зачисление всего объема размещенных в ходе торгов ценных бумаг на лицевой счет расчетного депозитария, чем контролирует объем размещения. Расчетный депозитарий на основании отчетных данных клиринговой организации и регистратора производит зачисление размещенного выпуска цен-

ных бумаг на счета депо покупателей, также обеспечивает в случае допуска к торгам дальнейшее депозитарное обслуживание биржевого обращения размещенных ценных бумаг. Андеррайтер в такой ситуации может взять на себя информационное обеспечение размещения ценных бумаг, обеспечив расчетный депозитарий и регистратор полной информацией и документами об эмитенте и ценных бумагах эмитента.



Ирина Сычева
начальник управления межбанковских расчетов
и учета операций Казначейства ЗАО «Финансбанк»

1 При проведении эмитентами IPO (SPO) в случае размещения акций на биржевых площадках присутствие в схеме расчетного депозитария обусловлено в первую очередь удобством для эмитента, инвесторов, андеррайтеров.

Если исключить расчетный депозитарий из схемы размещения и не заключать договор между НДЦ и эмитентом, возникнет необходимость открытия лицевых счетов собственников или номинальных держателей для всех участников биржевой площадки, подавших заявки на приобретение акций эмитента, в реестре акционеров у реестродержателя. Проведение этих операций в реестре было бы необходимо, так как ММВБ не может напрямую открыть счет номинального держателя в реестре акционеров. В этом случае ММВБ на основании договора с эмитентом предоставила бы отчет эмитенту о результатах торгов, а эмитент, соответственно, подал реестродержателю столько передаточных распоряжений, сколько было бы удовлетворенных инвесторов или их номинальных держателей. Реестродержатель открыл бы им все лицевые счета (взял бы за это деньги), предварительно со свойственным ему профессиональным бюрократизмом собрал бы все необходимые учредительные документы, анкеты и т. д.

Схема размещения акций на биржевой площадке без расчетного депозитария выглядит несколько сложно, не говоря уже о ее реализации. Поэтому участие НДЦ в схеме размещения позволит провести перерегистрацию прав собственности при IPO (SPO) и оперативно, и эффективно.

Тарифицироваться эти услуги для инвесторов и их номинальных держателей должны, наверное, аналогично обычным операциям НДЦ. Так как если забыть о том, что это IPO (SPO), то для участников торгов никаких принципиальных отличий от обычных биржевых торгов нет. А сколько эта услуга должна стоить для эмитента и должна ли вообще что-то стоить, то это коммерческий вопрос самого НДЦ.

2 В схеме взаимодействия между эмитентом, регистратором, депозитарием, андеррайтером и инвестором, предложенной и размещенной на сайте НДЦ, все достаточно просто и понятно. Единственное, что хотелось бы добавить, — это то, что отчет о результатах проведенных торгов по IPO (SPO), наверное, должен получить эмитент и уже на основании этого отчета формировать передаточное поручение на перевод акций в реестре с эмиссионного счета на счет номинального держателя НДЦ.

3 Регистратор и расчетный депозитарий со всех сторон и точек зрения — участники расчетной системы по ценным бумагам. Вместе они обеспечивают переход прав собственности на акции при проведении IPO (SPO). При наличии ЭДО проведение

этих операций перехода прав собственности на акции может быть обеспечено день в день, но при условии, что эмитент также день в день подаст передаточное поручение на перевод акций с эмиссионного счета на счет номинального держателя расчетного депозитария на размещенный выпуск. Без передаточного поручения эмитента реестродержатель не имеет законного права перерегистрировать акции с эмиссионного счета эмитента на счет номинального держателя НДЦ. Но эмитент не создаст проблем, так как сам является первой заинтересованной стороной в успешном проведении *IPO (SPO)* и вполне может быть участником ЭДО НДЦ.



Борис Перлов
начальник управления депозитарных операций
МДМ-Банка

Есть проблемы. Во-первых, *IPO* в России сегодня фактически таковым не является. В предлагаемых условиях основная проблема — в отсутствии интереса к *IPO* у арбитражера. Суть в том, что, входя в рынок на определенной ценовой отметке, арбитражер должен принять риск падения стоимости актива по истечении периода, необходимого для регистрации отчета об итогах размещения (риск № 1). Длительность этого периода зачастую может превышать установленные регулятором 40 дней по субъективным причинам, не зависящим от действий регулятора. Принять риск на столь длительное время — непозволительная роскошь для активного рыночного игрока. Отсутствие возможности реинвестирования средств в течение периода госрегистрации можно обозначить риском № 2.

Следствием данных рисков является:

- отсутствие инвестиционного интереса у крупных игроков РЦБ, с одной стороны;
- невозможность для эмитента одновременного привлечения актива в достаточном объеме, с другой стороны. В таких условиях механизм *IPO* априори не востребован.

Напротив, когда инвесторам предлагаются акции, уже допущенные к обращению, риски, обозначенные мною выше, отсутствуют. Вот почему в РФ присутствует некий специфичный суррогат, совмещающий в себе и первичное размещение акций эмитентом, и вторичное обращение. Иными словами, *IPO* предполагает первичное размещение актива эмитентом, фактически же ввиду ограничений законодательно-нормативной базы РФ имеет место быть вторичное размещение акций одним из мажоритарных акционеров.

В случае если сроки регистрации отчета об итогах размещения могли бы быть сокращены, то привлекательность именно *IPO* (в чистом виде) несомненно бы возросла.

Далее ремарки по предложенным вопросам:

1 Полагаю, что именно для *IPO* нет каких-то особых требований, предъявляемых рынком к расчетному депозитарию.

Касательно расчетного депозитария, будь то *IPO* или иной вид размещения актива, предоставляемые услуги не несут на себе никакой специфики, кроме резкого одновременного увеличения числа транзакций. Поскольку никакой специфики (сложность операции, суть операции) операция не несет и формально для депозитария является не чем иным, как перерегистрацией прав на ценные бумаги, то и тарифицироваться операция должна

на общих основаниях. Безусловно, присутствует ожидание рынка в части снижения транзакционных издержек по времени и средствам. На уровне расчетных депозитариев задача оптимизации временного цикла успешно решена. Для институциональных инвесторов, для которых предпочтительно хранение в расчетном депозитарии, важным является вопрос издержек, связанных с длительным хранением. Не секрет, что массовый исход инвестора «в реестр» обусловлен прежде всего желанием оптимизировать издержки хранения. Перед депозитариями в этой связи стоит задача оптимизации тарифной политики.

2 Взаимодействие, пожалуй, не требует изменения числа участников и порядка. Формат взаимодействия должен претерпеть изменения. От громоздких схем документального оформления первичных документов следует перейти на электронный формат общения в периметре профучастников. Здесь проблема не в размещении, как в специфичной операции, напротив, сложность состоит в том, что по-прежнему РЦБ в России в основной своей массе работает исключительно «на бумаге». По-прежнему в ЭДО многие профучастники усматривают больше рисков, нежели в документальном (бумажном) документообороте. Разрешение ситуации требует времени, необходимого для «выдавливания» профучастников, придерживающихся анахроничных схем взаимодействия.

Есть вопрос скорости исполнения операций в реестре. Например, регистратор имеет право исполнять операцию не позднее 3 дней, и не было случая, чтобы этим правом регистратор не воспользовался. Конечно, регистратор при принятии и обработке передаточных распоряжений сталкивается с большим объемом операций, и это понятно. Не понятно, почему до сих пор большинство регистраторов не предпринимает шагов, направленных на снижение времени на обработку. Вопрос требует разрешения либо расширением возможностей программного обеспечения, либо расширением штата. Так как и то и другое влечет за собой как единовременные, так и постоянные расходы, большинство регистраторов предпочитают почивать на лаврах, апеллируя к Постановлению № 27.

Представляется вполне разумным решение по изменению тарифной политики. Затраты должны не только окупаться, деятельность должна приносить прибыль, и все участники рынка отнесутся с пониманием к применению «срочного» тарифа, по которому операция будет исполняться день в день. Для решения вопроса придется и оптимизировать документооборот, т. к. применяемая некоторыми регистраторами схема заключения разовых договоров на предоставление «экспресс»-услуг не является панацеей.

Не секрет, что деятельность регистратора напрямую зависит от требований, предъявляемых эмитентом. Время диктует новые условия, в которых эмитент требует от регистратора не только прямого ведения записей, но и предоставления комплекса услуг, способствующих полному и скорейшему осуществлению прав владельцами. Эмитенты все чаще используют инструменты привлечения средств через ту или иную форму заимствования, предоставляемую РЦБ. Так, к примеру, формат *IPO* требует известной расторопности от всех профучастников и не в последнюю очередь от регистратора. Только те регистраторы, которые смогут предоставить рынку требуемый сервис, останутся востребованными.

3 Как было отмечено выше, формат взаимодействия в цепочке «инвестор—андеррайтер—депозитарий» не требует принципиального изменения качества. Взаимодействие «регистратор—депозитарий» оставляет широкое поле деятельности, прежде всего для крайне «осторожных» регистраторов, влюбленных в «добрую старину». ■





КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ НА ОБСЛУЖИВАНИИ В НДЦ ВЫРОСЛО ДО 704

Количество эмитентов на обслуживании в НДЦ увеличилось за первое полугодие 2006 г. на 2,3% — до 704. Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо депонентов, выросла на 42,54% — с 1,77 трлн до 2,522 трлн руб. (93,14 млрд долл.). Основной вклад в рост активов на хранении внесли акции акционерных обществ и облигации Банка России. За июнь 2006 г. с 24 до 26% увеличилась доля акций, находящихся на хранении в НДЦ. Прирост стоимости акций на хранении в НДЦ за 6 мес. 2006 г. составил 156,56%. За 6 мес. 2006 г. количество учитываемых на счетах депо в НДЦ ценных бумаг удвоилось — с 50,3 млрд до 98,5 млрд шт. Это связано не только с принятием на обслуживание ценных бумаг новых эмитентов, но и с увеличением зачислений на хранение в НДЦ ценных бумаг выпусков, ранее принятых на обслуживание в НДЦ.

Национальный депозитарный центр продолжает укреплять связи с регистраторами: на 1 июля 2006 г. открыто

СПРАВКА

Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, открытых в НДЦ, — операционный показатель, который не учитывает рыночную стоимость остатков активов на эмиссионных счетах депо. При этом стоимость акций и паев паевых инвестиционных фондов оценивается по их рыночной цене, а облигации — по номинальной стоимости.

386 (+10,3% за 6 мес.) счетов в реестрах владельцев акций и 96 (26,3%) — в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФ в сумме 482 (+13,2%) счета. Количество счетов депо юридических лиц-резидентов увеличилось с начала года до 1469 (+2,6%), количество выпусков ценных бумаг, принятых на обслуживание в НДЦ, — до 1537 (+8,4% с 10 января 2006 г.). Количество инвентарных операций за первое полугодие 2006 г. превысило 1 млн шт. — в среднем 170,6 тыс. за месяц, что на 122% больше чем за аналогичный период 2005 г.

По итогам работы за первое полугодие 2006 г. НДЦ как платежный агент произвел 108 выплат купонного дохода и номинальной стоимости облигаций на 13,2 млрд руб., тогда как за весь 2005 г. НДЦ произвел 136 выплат купонного дохода и номинальной стоимости облигаций на 12,5 млрд руб. По состоянию на 4 июля 2006 г. количество выпусков облигаций (дата погашения — после 30 июня 2006 г.), обслуживаемых НДЦ в качестве платежного агента, достигло 110 (по 86 эмитентам).

За первое полугодие 2006 г. количество инвентарных операций на условиях «поставка против платежа» достигло 1411 (за аналогичный период 2005 г. — 848 инвентарных операций). Оборот по сделкам «ППП» в сравнении с первым полугодием 2005 г. увеличился вдвое — до 85 млрд руб. (3 млрд долл.), из этой суммы 77,4% приходится на сделки с акциями.

НДЦ И НРК НАЧАЛИ ОСУЩЕСТВЛЯТЬ ОБМЕН ЭЛЕКТРОННЫМИ ДОКУМЕНТАМИ В РАМКАХ СИСТЕМЫ ЭДО НДЦ

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и закрытое акционерное общество «НАЦИОНАЛЬНАЯ РЕГИСТРАЦИОННАЯ КОМПАНИЯ» (НРК) с 27 июля 2006 г. начали осуществлять обмен электронными документами в процессе проведения операций по счетам НДЦ в реестрах эмитентов, ведение которых осуществляет НРК.

СПРАВКА

ЗАО «НАЦИОНАЛЬНАЯ РЕГИСТРАЦИОННАЯ КОМПАНИЯ» — независимый регистратор, с 1995 г. осуществляющий деятельность по ведению реестров владельцев именных ценных бумаг.

Учредителями НРК являются: группа компаний *Computershare* (транснациональный регистратор) — 45% в капитале компании; Европейский Банк Реконструкции и Развития (*EBRD*) — 15%; РОСБАНК — 20% и Деловой центр «УралСиб» — 20%. Размер уставного капитала НРК составляет 10 млн долл. Страховой по-

Внесение НРК записей об операциях по счетам НДЦ, а также взаимодействие НДЦ как номинального держателя акций с НРК будет производиться на основании электронных документов. Бумажные копии электронных документов будут предоставляться только в случаях, предусмотренных действующим законодательством, на условиях, определенных соглашениями компаний.

лис компании «РОСНО» с перестраховкой в Кельнском перестраховочном обществе обеспечивает компании страховые покрытия в размере 5 млн долл.

НРК обслуживает более 550 клиентов (свыше 3 млн лицевых счетов), которые представлены как крупными корпорациями, так и небольшими акционерными обществами. НРК, помимо реестров владельцев именных ценных бумаг акционерных обществ, на промышленной основе осуществляет ведение реестров владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов.



НДЦ НАПРАВИЛ В ФСФР РОССИИ УВЕДОМЛЕНИЕ О ПЛАНИРУЕМОМ ИЗМЕНЕНИИ РЕЖИМА «МОСТА» НДЦ–ДКК

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» подготовило и направило в ФСФР России изменения и дополнения в Порядок взаимодействия НДЦ и депонентов при реализации Условий осуществления депозитарной деятельности. В частности, предполагается продлить срок приема поручений от депонентов по «мостовым» операциям НДЦ–ДКК с 13:30 до 15:30, а также перейти от режима обработки поручений двумя сессиями к режиму онлайн, т. е. обработке по мере поступления.

Кроме того, ряд изменений коснется выдачи отчетов по информационным запросам, порядка предоставления измене-

ний в ранее предоставленные в Национальный депозитарный центр списки владельцев ценных бумаг, а также документов, необходимых для обеспечения реализации прав владельцев по ценным бумагам.

Кроме того, некоторые положения нового Порядка связаны со вступлением в силу Указания Банка России от 29 мая 2006 г. № 1688-У «Об отмене требования обязательного использования специальных счетов при осуществлении валютных операций и о признании утратившими силу отдельных нормативных актов Банка России».

НДЦ НАЧАЛ ПРИНИМАТЬ НА ОБСЛУЖИВАНИЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

НДЦ начал обслуживание корпоративных еврооблигаций. Депозитарный учет данных ценных бумаг обеспечивается с использованием счета НДЦ в *Clearstream Banking S.A.* Клиенты могут зачислять и списывать корпоративные еврооблигации на свой счет (со своего счета) в НДЦ через международные депозитарно-клиринговые организации *Clearstream* и *Euroclear* (посредством «моста» *Clearstream–Euroclear*) с использованием прямого счета НДЦ в *Clearstream*. Выплата доходов по корпоративным еврооблигациям будет осуществляться с зачислением средств на счет НДЦ в *Clearstream* с последующим переводом через Расчетную палату ММВБ на валютные счета депонентов.

Порядок работы с корпоративными еврооблигациями аналогичен ранее установленному порядку работы с еврооблигациями Российской Федерации.

На 31 июля к обслуживанию в НДЦ принято 19 корпоративных еврооблигаций.

ЭМИТЕНТ	ISIN
АрБиди Капитал С.А.	XS0226182615
АрЭсЭйБи Капитал С.А.	XS0236325436
АрЭсЭйБи Капитал С.А.	XS0254887176
ВТБ Капитал С.А.	XS0239043655
ВТБ Капитал С.А.	XS0197141285
ВТБ Капитал С.А.	XS0182007830
ВТБ Капитал С.А.	XS0202919667
ВТБ Капитал С.А.	XS0211922017
ВТБ Капитал С.А.	XS0244105283
ВТБ Капитал С.А.	XS0223715920
Газпром Интернешнл С.А.	XS0197695009
Дрезднер Банк АГ	XS0223559963
Дрезднер Банк АГ	XS0202356167
Кюзнэций Капитал С.А.	XS0220030976
Морган Стенли Банк АГ	XS0164067836
Русский Авто Лоан Финанс Б.В.	XS0226174430
Саломон Бразерс АГ	XS0146655104
Саломон Бразерс АГ	XS0156366378
ЮБиЭс (Люксембург) С.А.	XS0212423221



ЕЛЕНА СЕМЫКИНА
директор филиала НДЦ-СПб,
канд. физ.-мат. наук



Михаил Ванюшов
главный специалист филиала НДЦ-СПб

ЭМИТЕНТЫ ОБЛИГАЦИЙ СЕВЕРО-ЗАПАДНОГО ФЕДЕРАЛЬНОГО ОКРУГА

«Безумству храбрых поем мы славу!
Безумство храбрых — вот мудрость жизни!»
М. Горький «Песня о соколе»

К июню 2006 г. на рынок заимствований вышло 53 предприятия Северо-западного федерального округа (СЗФО). Документы еще 11 эмитентов находятся в процессе регистрации в ФСФР и подготовки к выпуску. Общая экономическая ситуация в регионе и политика правительств как города, так и области, направленная на привлечение инвестиций в регион, способствуют быстрому нарастанию этого процесса.

13–15 июня 2006 г. в Санкт-Петербурге прошел X Петербургский международный экономический форум. Организаторами форума выступили Министерство экономического развития и торговли РФ, Совет Федерации РФ, Межпарламентская ассамблея государств — участников СНГ и Правительство Санкт-Петербурга.

Форум собрал более полутора тысяч участников, рассмотревших обширный круг вопросов, жизненно важных для российской экономики. 7 — 10 июня 2006 г. в Санкт-Петербурге прошел XV Международный банковский конгресс. Более пятисот участников конгресса обсуждали вопросы, подходы и проблемы по повы-

шению эффективности банковского надзора, реализации «Базеля-II» («Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: уточненные подходы»), устойчивости банков и банковских систем, совершенствованию внутреннего контроля и внутреннего аудита в банках. 2 июня 2006 г. в Санкт-



Петербурге состоялась конференция «Финансовые инструменты в развитии стройиндустрии России», проводимая теперь ежегодно. Для участия в конференции зарегистрировались 85 участников. В декабре 2006 г. в Санкт-Петербурге пройдет ежегодный Российский облигационный конгресс-2006.

НДЦ, являясь частью инфраструктуры фондового рынка России, оказывает всемерную поддержку потенциальным эмитентам. В Северо-западном регионе полный спектр услуг оказывает филиал НДЦ-СПб. Эта работа помогает менеджменту предприятий осознать возможность альтернативных прямым инвестициям и кредитам источников денежных ресурсов, необходимых для развития предприятия.

ПРЕИМУЩЕСТВА ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ КАК СПОСОБА ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ

На сегодняшний день известно достаточно большое количество способов привлечения заемных средств для предприятий различных сфер деятельности, каждый из которых обладает своими достоинствами и недостатками. Здесь мы укажем основные преимущества привлечения средств путем выпуска облигаций по сравнению с другими способами, например банковским кредитом.

Основных преимуществ два: «распыленность» обязательств эмитента между большим количеством инвесторов и возможность оперативного управления долгом.

Действительно, в случае, например, банковского кредита заемщик приобретает обязательства перед конкретным банком-кредитором (или группой банков) и отношения этих двух определенных сторон развиваются в течение всего срока кредита. В случае облигационного займа заемщик-эмитент приобретает обязательства перед большим количеством обезличенных владельцев облигаций, отношения с которыми строго формализованы и определяются решением о выпуске облигаций и проспектом эмиссии (если есть). Это, кстати, одновременно и преимущество, и недостаток: преимущество, так как исключает любой вид зависимости заемщика от кредитора, недостаток, так как исключает возможность индивидуального подхода и существенно затрудняет изменение условий заимствования после размещения облигаций.

Возможность оперативного управления долгом подразумевает постоянное присутствие на рынке профучастника, уполномоченного эмитентом (генеральный агент, *lead manager*, и т. д.). Гене-

ральный агент поддерживает ликвидность, обеспечивая котировки облигаций и осуществляет выкуп/доразмещение облигаций в зависимости от рыночной конъюнктуры и потребностей эми-

тента. При грамотной работе генерального агента вполне реально снизить стоимость обслуживания долга на 1–2% годовых. За счет выкупа/доразмещения облигаций эмитент также оптимизирует

Рисунок 1. КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОТРАСЛЯМ (ВКЛЮЧАЯ ПОГАШЕННЫЕ)

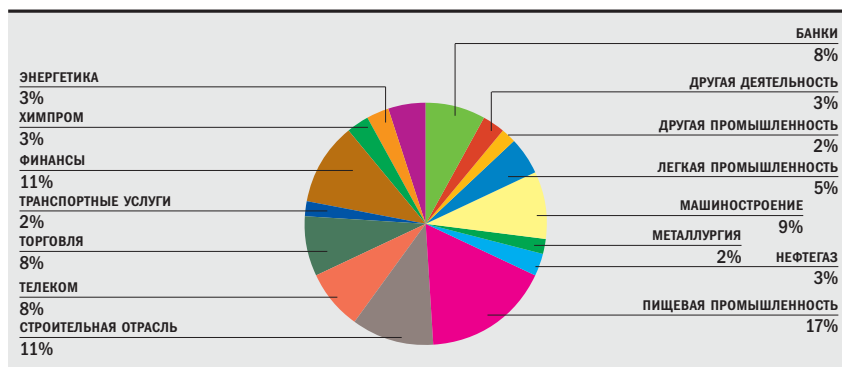


Рисунок 2. ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ ПО ОТРАСЛЯМ

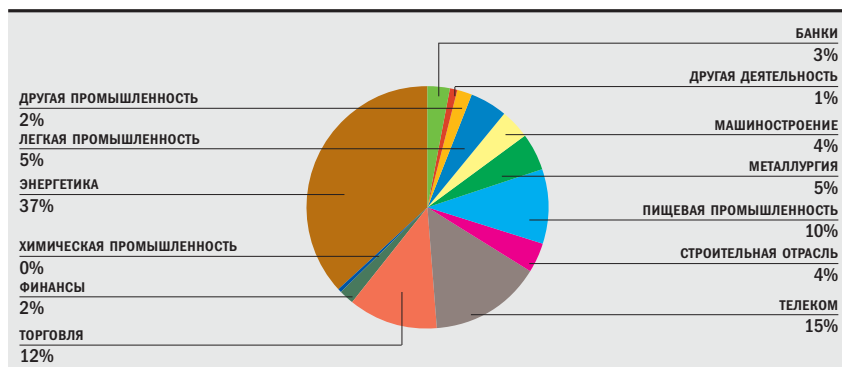


Рисунок 3. КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ ПО РЕГИОНАМ (ВКЛЮЧАЯ ПОГАШЕННЫЕ)

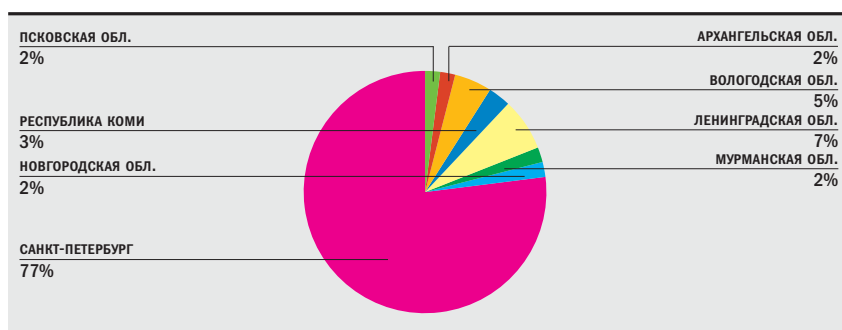
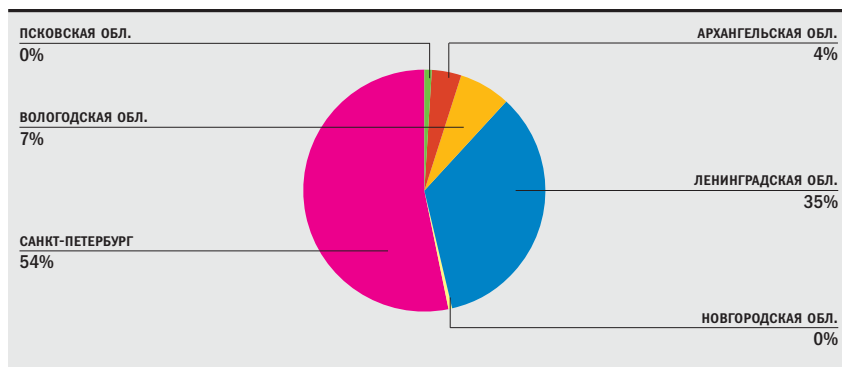


Рисунок 4. ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ ПО РЕГИОНАМ





финансовые потоки при погашении и выплате купона.

Также к преимуществам облигационного займа как способа привлечения средств можно отнести то, что на сегодняшний день законодательство в области рынка ценных бумаг является, пожалуй, наиболее совершенным в России.

Целью настоящей статьи является анализ рынка корпоративных облигаций СЗФО.

СТРУКТУРА ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ СЗФО

На рис. 1 представлено количество зарегистрированных (включая уже погашенные) выпусков облигационных займов в Северо-Западного Федерального округа по отраслям промышленности. Лидирующее положение занимает пищевая промышленность (17%), второе и третье

места поделили строительные и финансовые компании (11%).

Структура объема обращающихся облигаций несколько иная (рис. 2): 37% обращающихся в настоящее время облигаций выпущены энергетическими компаниями, на втором месте (15%) телекоммуникационные компании, на третьем (12%) — торговые.

Региональная структура облигационных займов СЗФО представлена на рис. 3, 4.

Если подавляющее (77%) количество выпусков облигаций зарегистрировано Санкт-Петербургскими компаниями, то структура объема облигаций в обороте несколько более ровная: 54% от общего объема заимствований в регионе принадлежит Санкт-Петербургским эмитентам, 35% — областным. 1.1% средств заняли на фондовом рынке эмитенты Вологодской (7%) и Архангельской (4%) областей. Также в структуре ныне обращающихся облигаций представлены Псковская и Новгородская области.

Одиннадцати эмитентам СЗФО присвоены рейтинги. Данные приведены в табл. 1.

РАЗМЕЩЕНИЕ И ПОГАШЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ

На рис. 5 приведен график размещения облигаций эмитентов СЗФО.

Зависимость размещенного объема от времени хорошо аппроксимируется кубической функцией. Таким образом, можно сделать вывод о том, что эффекта «финансовой пирамиды», для которой характерно экспоненциальное нарастание объема заимствований, на данный момент не наблюдается.

На рис. 6 приведен график погашения облигаций, размещенных по состоянию на 22 июня 2006 г., как уже осуществленных, так и планируемых.

На рис. 7 представлена зависимость объема облигаций в обороте и объема уже погашенных облигаций от времени.

ДИНАМИКА СТАВОК ПО ОБЛИГАЦИЯМ

На рис. 8 представлена динамика индекса доходности корпоративных облигаций, публикуемого ЗАО «ИК «АВК». Данный индекс представляет собой средневзвешенную с учетом дюрации доходность абстрактного индексного портфеля. Стоимость заимствований для каждого эмитента зависит от массы факторов, однако для оценки динамики стоимости заимствований удобно использовать усредненную величину.

Из приведенного графика видно, что с июня 2004 г. данный показатель снизился приблизительно на 2% годовых.

Табл. 1 РЕЙТИНГИ ЭМИТЕНТОВ СЗФО

Эмитент	Рейтинги
Северо-Западный Телеком	S&P ruBBB+
Мегафон	S&P ruA+; Fitch AA(rus)
Ленэнерго	Нет сведений
КИТ финанс ИБ	S&P CCC/Позит
Балтика	Interfax Aa3.ru
Вагонмаш	Эксперт RA B+
Сэтл Груп	Эксперт RA B++
МБСП	Рус-Рейтинг В/Стаб; S&P CCC/ Стаб, ruB+
Банк «Санкт-Петербург»	Moody's B1/Позит, E+/ Позит
Северсталь	S&P ruA+, B+/Стаб; Fitch B, BB-/Позит, A+(rus)/Позит; Moody's B2/Стаб, B1/Стаб

Рисунок 5. ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

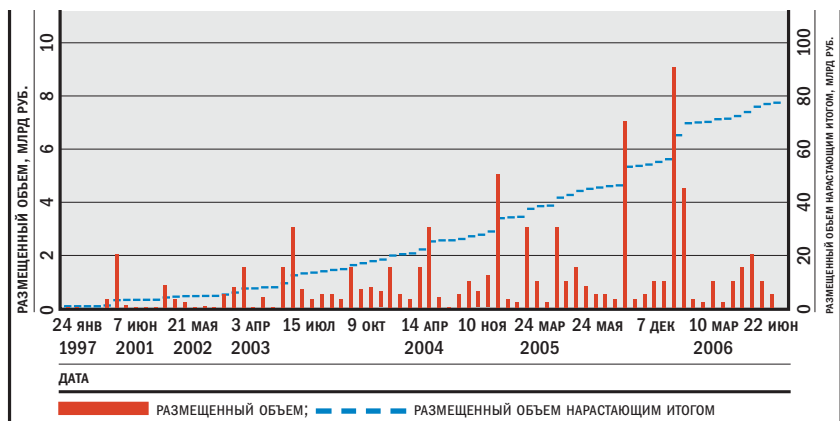
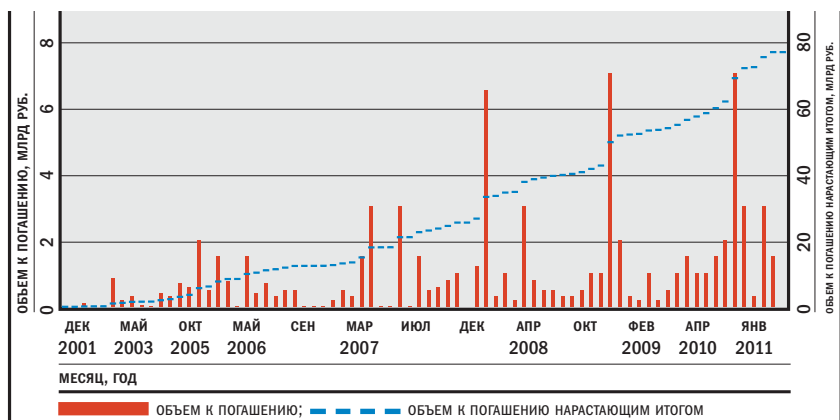


Рисунок 6. ОБЪЕМ ПОГАШЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ, РАЗМЕЩЕННЫХ ПО СОСТОЯНИЮ НА 22 ИЮНЯ 2006 Г.





ДИНАМИКА СРОКА ОБРАЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Срок обращения облигаций является одним из основных ее параметров. Удлинение срока заимствований дает эмитенту больше пространства для маневра и больше возможностей по снижению стоимости заимствований рыночными методами.

Срок обращения облигаций показывает не время окупаемости вложенных средств, как это могло бы показаться на

первый взгляд, а коллективную оценку участниками рынка стабильности ситуации в регионе. Действительно, эмитенту было бы удобнее «привязать» платежи по займу ко времени окупаемости проекта, на реализацию которого направлены средства, вырученные от размещения облигаций. Это, однако, полностью верно только для нерыночных займов, когда облигации используются исключительно для юридического оформления иных форм привлечения средств. В случае рыночного займа основной задачей эми-

тента при определении параметров облигаций является минимизация стоимости заимствований. То есть эмитент занимает средства не на тот срок, на который это было бы ему удобно, а на тот, на который рынок готов ему эти средства предоставить. Привязка платежей к окупаемости проектов осуществляется при этом за счет оперативного управления займом на рынке и за счет последовательного размещения нескольких выпусков облигаций.

На рис. 9 представлена динамика сроков обращения облигационных займов, размещенных эмитентами СЗФО за прошедшие 5 лет.

Видно, что по сравнению с 2001 г. участники рынка смотрят в будущее более оптимистично. Скачкообразное улучшение настроений рынка произошло в первой половине 2003 г. Сегодня инвесторы считают возможным одолжить деньги в среднем на 3,5 года. То есть ситуацию в регионе и в стране в целом на ближайшие 3–4 года рынок оценивает как стабильную.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ показывает, что предприятия региона осознали преимущества и возможности выпуска облигаций как источника финансирования и активно его используют. Данный сектор рынка является сегодня одним из самых динамичных как в СЗФО, так и в целом по России. Положительным фактором является то, что, несмотря на бурный рост объемов заимствований в настоящее время, эффект финансовой пирамиды на рынке корпоративных облигаций отсутствует.

С другой стороны, участники рынка достаточно оптимистично оценивают качество корпоративных облигаций как финансового инструмента.

При сохранении положительной тенденции в макроэкономике можно прогнозировать дальнейший рост объема выпуска облигаций на фоне плавного снижения ставок и удлинения срока заимствований.

В статье использованы материалы www.rusbonds.ru, www.avk.ru и www.cbonds.ru. ■

Рисунок 7. ОБЪЕМЫ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ И ПОГАШЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

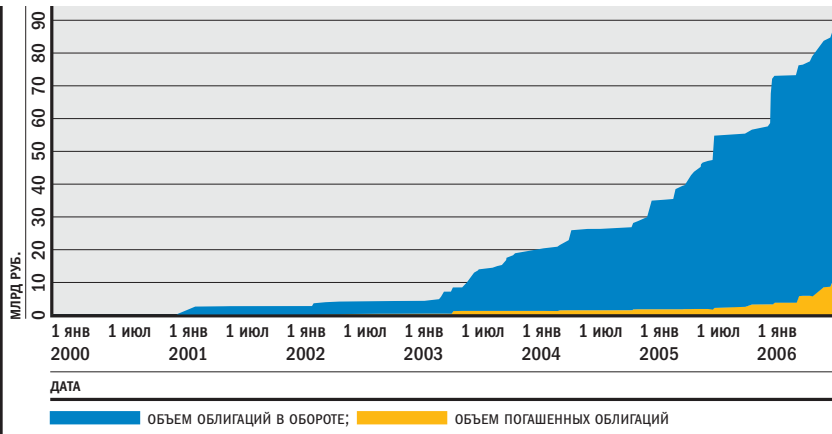


Рисунок 8. СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ С УЧЕТОМ ДЮРАЦИИ ДОХОДНОСТЬ К ПОГАШЕНИЮ ИНДЕКСНОГО ПОРТФЕЛЯ

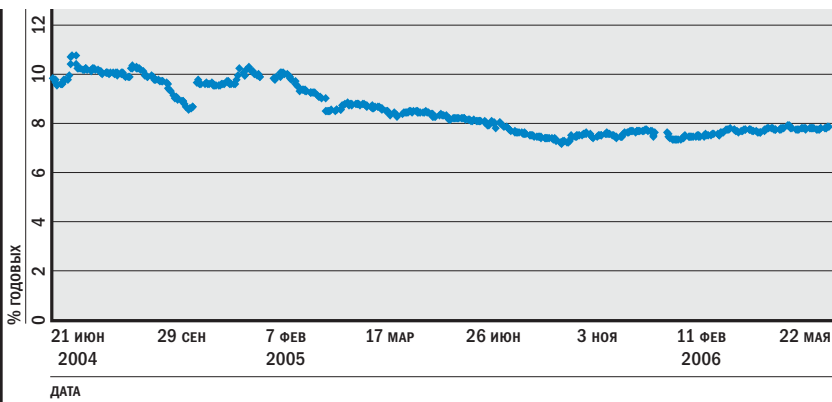
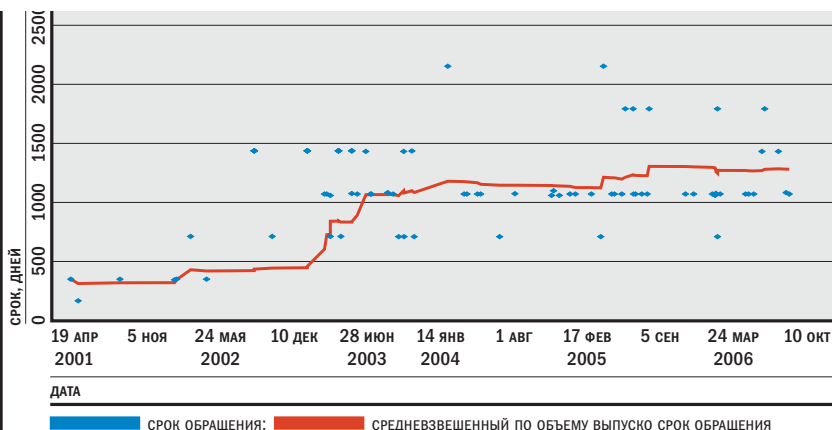


Рисунок 9. СРОК ОБРАЩЕНИЯ РАЗМЕЩЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

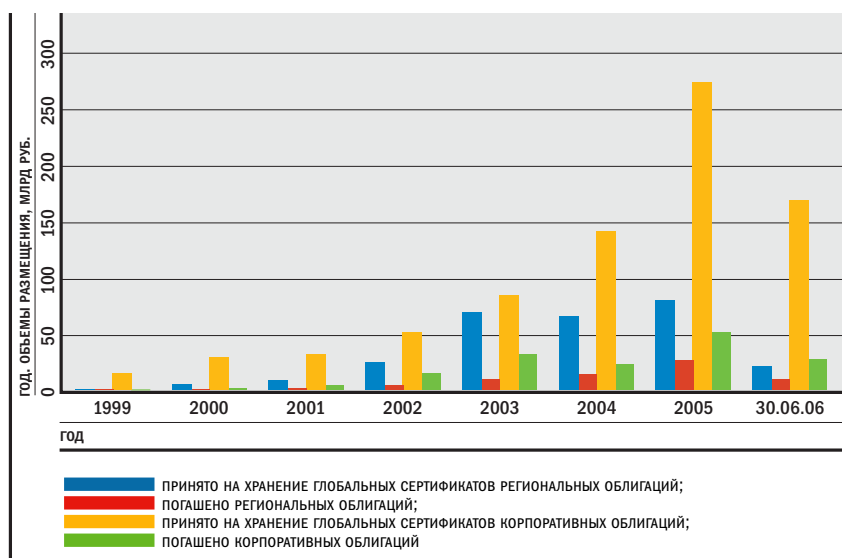




СДЕЛКИ НА РЫНКЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ (НГЦБ) ЗА ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ 2006 Г.

Сводные статистические данные за первое полугодие 2006 г. по корпоративным и региональным (субфедеральным и муниципальным) документарным облигациям с обязательным централизованным хранением в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) глобальных сертификатов выпусков.

ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРИОД С 1999 Г. ПО 30 ИЮНЯ 2006 Г.



Всего на 1 июля 2006 г. в НДЦ как уполномоченном депозитарии находился на обслуживании 461 выпуск (с учетом траншей выпусков, обращение которых осуществляется траншами) корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 30 июня 2006 г.) 318 эмитентов общей номинальной стоимостью 846,98 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещаться после 30 июня 2006 г.):

- 93 выпуска субфедеральных и муниципальных облигаций 43 эмитентов общей номинальной стоимостью 224,41 млрд руб.;

- 368 выпусков корпоративных облигаций 275 эмитентов общей номинальной стоимостью 622,57 млрд руб.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 368 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 622,57 млрд руб. с датой пога-

шения после 30 июня 2006 г. (табл. 1) показывает, что по состоянию на 1 июля 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 1,301 млрд руб., а средний срок обращения — 1077 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 — 2,060 млрд руб. по номиналу) и 37% по количеству выпусков, а средний срок обращения — 1469 дней (примерно 4 года).

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аналогичный анализ по срокам обращения 93 выпусков региональных об-

лигаций общим объемом 224,41 млрд руб. с датой погашения после 30 июня 2006 г. показывает, что по состоянию на 1 июля 2006 г. среди обращающихся региональных облигаций преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3 до 5 лет — на них приходится 40% по количеству выпусков и 47% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По этой группе облигаций средний объем выпуска составляет 2,813 млрд руб., а средний срок обращения — 1419 дней (примерно 3,8 года).

ИНФОРМАЦИЯ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ 2006 Г.

За первое полугодие 2006 г. объемы биржевого (данные ФБ ММВБ) и внебиржевого (данные НДЦ) оборотов корпоративных и региональных облигаций (негосударственных ценных бумаг или НГЦБ) составили: 1832,5 и 400,5 млрд руб. соответственно (табл. 4). Для сравнения: оборот государственных ценных бумаг Российской Федерации (ГЦБ) за первое полугодие 2006 г. составил 182,4 млрд руб. (табл. 3).

Общий оборот биржевого и внебиржевого рынков за I полугодие 2006 г. (всего по ГЦБ и НГЦБ) составил 2415,4 млрд руб. (табл. 5). Доля оборота с ГЦБ составила 8%, с региональными — 23%, с корпоративными — 69%.

Лидеры по итогам первого полугодия 2006 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 первого полугодия 2006 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 30 ИЮНЯ 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе, млн руб. (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	27 (7)	28 074 (5)	1 040	694
От 2 до 3 лет	173 (47)	225 023 (36)	1 301	1 077
От 3 до 5 лет	135 (37)	278 090 (44)	2 060	1 469
Более 5 лет	30 (8)	86 885 (14)	2 896	2 384
Итого	368 (100)	622 572 (100)	1 692	1 293

Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 30 ИЮНЯ 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков региональных облигаций		Средние значения на один выпуск региональных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому 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	8 (9)	4 175 (2)	522	592
От 2 до 3 лет	27 (29)	29 140 (13)	1 079	973
От 3 до 5 лет	38 (40)	106 878 (47)	2 813	1 419
Более 5 лет	20 (22)	84 220 (38)	4 211	2 466
Итого	93 (100)	224 413 (100)	2 413	1 443

Таблица 3. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (ГЦБ) ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2006 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГКО	—	—	—
ОФЗ	182,4	—	182,4
Итого по сектору	182,4	—	182,4

Таблица 4. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (НГЦБ) ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2006 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	480,3	72,7	553
Корпоративные облигации	1352,2	327,8	1680
Итого по сектору	1832,5	400,5	2233

Таблица 5. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРАХ ГЦБ И НГЦБ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2006 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ – НГЦБ; ММВБ – ГЦБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГЦБ	182,4	—	182,4
НГЦБ	1832,5	400,5	2233
Итого по секторам	2014,9	400,5	2415,4

Таблица 6. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОБЪЕМУ ОБОРОТОВ (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2006 Г.

Облигации	Оборот, млрд руб.	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	118,37	7
РЖД об05	70,77	4
ФСК ЕЭС об02	65,81	4
Газпром об06	64,80	4
ФСК ЕЭС об03	63,24	4
Прочие	1 296,98	77
Региональные облигации		
Москва об39	72,67	13
Правит. Московской обл. об05	55,63	10
Правит. Московской обл. об06	52,06	9
Правит. Московской обл. об04	47,04	9
Москва об44	40,90	7
Прочие	284,68	52

Таблица 7. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО КОЛИЧЕСТВУ СДЕЛОК (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2006 Г.

Облигации	Оборот, сделок	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	3 198	2
ЦентрТелеком об04	2 550	2
ФСК ЕЭС об02	2 175	2
РЖД об07	1 996	2
Газпром об06	1 837	1
Прочие	117 011	91
Региональные облигации		
Москва об39	2 589	9
Правит. Московской обл. об05	2 369	7
Правит. Московской обл. об06	1 412	4
Правит. Московской обл. об04	1 119	3
Москва об44	1 066	3
Прочие	23 713	74

Таблица 8. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2006 Г., ШТ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные	30 444	1 824	32 268
Корпоративные	121 144	7 623	128 767
Итого по сектору	151 588	9447	161 035





СТАЖИРОВКА ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ РЕСПУБЛИКАНСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ И МИНИСТЕРСТВА ФИНАНСОВ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

С 19 по 20 июля 2006 г. в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» прошла стажировка представителей Республиканского центрального депозитария и Министерства финансов Республики Беларусь.

В стажировке приняли участие:

- **Тимошенко Валентина Анатольевна**,
Директор Республиканского центрального депозитария ценных бумаг Республики Беларусь;
- **Петрашень Светлана Николаевна**,
Начальник отдела методологии и правового обеспечения Республиканского центрального депозитария ценных бумаг Республики Беларусь;
- **Маркова Светлана Станиславовна**,
Заместитель начальника Главного управления ценных бумаг и денежно-кредитного регулирования Министерства финансов Республики Беларусь;
- **Яфинская Юлия Александровна**,
Ведущий экономист Главного управления ценных бумаг и денежно-кредитного регулирования Министерства финансов Республики Беларусь;
- **Рингель Евгений Зигмундович**,
Ведущий эксперт НТЦ «Атлас» Республики Беларусь.



В ходе рабочих встреч участники ознакомились с операционной деятельностью НДЦ, особенностями депозитарного учета и порядком осуществления денежных расчетов на рынке государственных ценных бумаг. Сотрудники НДЦ познакомили коллег с процедурами обработки и исполнения поручений клиентов, технологией электронного документооборота с клиентами, процедурами взаимодействия с эмитентами, регистраторами и депонентами по сбору и предоставлению корпоративной информации и осуществлению корпоративных действий и другими аспектами деятельности НДЦ.



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

НДЦ НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Полный спектр депозитарных услуг
в соответствии с международными стандартами
расчетно-депозитарного обслуживания

через счет НДЦ
в **Clearstream Banking:**

- зачисление;
- переводы внутри Clearstream Banking;
- переводы по «мосту»
Clearstream Banking - Euroclear Bank;
- перечисление доходов по еврооблигациям;
- перечисление денежных средств
от погашения еврооблигаций.

125009, г. Москва, Средний Кисловский пер., д. 1/13, стр. 4
Телефон: (495) 234-42-80, факс: (095) 956-09-38

Филиал "НДЦ - Санкт-Петербург"
191024, г. Санкт-Петербург, ул. Полтавская, 6-А, Бизнес-центр "Полтавский"
Телефон: (812) 380-10-88, факс: (812) 380-10-87

Сибирский филиал НДЦ
630007, г. Новосибирск, ул. Коммунистическая, д.27/29
Телефон: (3832) 102-150, факс: (3832) 183-846

www.ndc.ru
www.isin.ru

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум