

(41) 2006

№ 7

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ДЕПОЗИТАРИУМ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

**Роль финансовой инфраструктуры
в реализации денежно-кредитной политики** стр. 11

**Комплексное обслуживание клиентов
на российском рынке депозитарных услуг** стр. 20

**Инфраструктура российского рынка ценных бумаг:
мифы и реальность** стр. 30



СОДЕРЖАНИЕ

АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА		
3	Российский рынок: на рубеже перемен	Ответственный редактор журнала «Депозитариум» Наталья Калашникова
МАКРОЭКОНОМИКА		
7	Анализ рынка российских ценных бумаг, законодательства и движущих сил	Руководитель ФСФР России Олег Вьюгин
11	Роль финансовой инфраструктуры в реализации денежно-кредитной политики	Заместитель председателя Центрального банка Российской Федерации Константин Корищенко
СТРАТЕГИЯ		
13	Будущее российской расчетно-депозитарной инфраструктуры: соответствие международным стандартам и российские особенности	Директор НДЦ, Старший Вице-президент, член Правления ММВБ Николай Егоров
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ		
16	Взаимодействие международного депозитария и российского рынка: настоящее и будущее	Директор, глава по развитию отношений в странах Северной и Восточной Европы, Клеркстрим Алан Мейерс
РЫНОК И УСЛУГИ		
18	Кастодиальные услуги в России: включено ли управление денежными средствами?	Вице-президент, Начальник управления ценных бумаг, ЗАО «Ситибанк» Алексей Федотов
20	Комплексное обслуживание клиентов на российском рынке депозитарных услуг	Директор, начальник депозитарного управления ООО «Дойче Банк» Сергей Бережной
24	Обслуживание внешних и локальных депозитарных операций	Начальник депозитарного отдела «ИНГ Банк (Евразия) ЗАО» Наталья Сидорова
ПОЗИЦИЯ		
30	Инфраструктура российского рынка ценных бумаг: мифы и реальность	Финансовый директор Инвестиционной группы «Атон» Андрей Столяров
32	НОВОСТИ НДЦ	
34	СОБЫТИЕ Второй ежегодный теплоходный круиз по Москве-реке, 23 июня 2006 г.	

Депозитариум № 7 (41) 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

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

Издатель: ЗАО «Издательский дом "РЦБ"»
Адрес: 105082 Москва,
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170
Электронная почта: info@rcb.ru
Телефон: (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»
14 (316) июль 2006



РОССИЙСКИЙ РЫНОК: НА РУБЕЖЕ ПЕРЕМЕН

Наталья Калашникова

ответственный редактор журнала «Депозитариум»

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ ФОРУМ ВЫСОКОГО УРОВНЯ — ЭТО В НЕМАЛОЙ СТЕПЕНИ ИНДИКАТОР НАСТРОЕНИЙ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО СООБЩЕСТВА. ЕСЛИ МЕРОПРИЯТИЕ ПРЕДСТАВИТЕЛЬНОЕ И РЕГУЛЯРНОЕ, ПО ИЗМЕНЕНИЯМ В ЕГО ТОНАЛЬНОСТИ МОЖНО СУДИТЬ ОБ ИЗМЕНЕНИЯХ РЫНКА.

Международный форум по инфраструктуре и операциям с российскими ценными бумагами во многом благодаря своей представительности становится одним из основных событий деловой жизни России. В нем традиционно принимают участие первые лица российских регулирующих органов, руководители основных инфраструктурных институтов и участников фондового рынка России и Запада, самые признанные мировые эксперты. Руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам Олег Вьюгин, заместитель председателя Банка России Константин Корищенко, Президент ММВБ Александр Потемкин, вице-президент Фондовой биржи РТС Анна Трифонова, директор НДЦ Николай Егоров, Ирина Иконникова («Тройка Диалог»), Андрей Столяров («Атон»), Степан Томлянович (РОСБАНК), Алексей Федотов (Ситибанк), Сергей Бережной (Дойче Банк), Наталья Сидорова (ИНГ Банк), Брюс Лоренс (*HBL Consultancy Services*), Эндрю Бонд (*JP Morgan Shase Bank*), Дэниел Парсонз (*Morgan Stanley*), Джон Фолк (*SWIFT*), Алан Мейерс (*Clearstream*), Филипп Лоренци (*Euroclear*), Том Моррисон (*Computershare*) — вот неполный перечень докладчиков на Форуме.

Сравнивая основные темы и характер выступлений и дискуссий прошедшего в июне 2006 г. в Москве 3-го Международного форума «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции» и



Форума прошлого года, можно отметить следующее:

- В обсуждении «вопроса № 1» последнего года — о создании Центрального депозитария — участники рынка отразили размышления о том, «быть или не быть» Центральному депозитарию в России, и если быть, то «как быть», перешли к взвешенной конструктивной оценке готовности действующей инфраструктуры к работе с Центральным депозитарием и способности имеющихся расчетных депозитариев исполнять весь спектр его функций, к определению собственного места в новой инфраструктуре (несмотря на отсутствие ее четкой модели). Создание Центрального депозитария в России — вопрос все менее и менее политический и все более юридический, ор-

ганизационный и технологический. Что не делает его менее актуальным. Живой интерес участников Форума к дискуссии топ-менеджеров ведущих расчетных депозитариев России «ЦДЦБ: история с продолжением. Что дальше?» — тому подтверждение.

- Если на прошлогоднем Форуме практически все выступающие так или иначе стремились высказать отношение к идее Центрального депозитария, то в этом году о Центральном депозитарии говорили преимущественно как об одном из факторов, влияющих на развитие рыночных институтов (что говорит о том, что рынок, еще не имея ЦД, уже учится работать с ним). Именно на возможностях развития и ожиданиях рыночных институтов, которые они представляют, и делали



главный акцент участники Форума. Далее в этом отчете и в этом выпуске журнала вы прочтаете о комплексных услугах каскоидальных банков, об ожиданиях брокерского сообщества и иностранных игроков на российском рынке.

• Мнению международных экспертов у нас в стране всегда обеспечено повышенное внимание. Именно в этой части заметны самые радикальные изменения. Если раньше иностранные участники говорили преимущественно о том, «как нам обустроить Россию», то теперь они боль-

шьих инвесторов в надежности защиты их прав собственности на российские активы и в стратегической политике, которая выстраивается в России. К началу 2005 г., как сказал О.Вьюгин, «оценка этих рисков была пересмотрена, большинство рисков оценены как достаточно предсказуемые», справедливость по отношению к российским активам была восстановлена и инвесторы оказались готовы покупать их. Естественно, этому способствовало также неплохое состояние мировой экономики, продолжающей рас-

тивно инвестируют в российские бумаги. Резко вырос объем и количество IPO: по итогам 2005 г. Россия находится в восьмерке ведущих стран по объемам IPO. Российское законодательство по ценным бумагам все ближе к международным стандартам, в том числе в области проведения IPO на российском рынке. Капитализация рынка акций составляет по последним данным около 90% ВВП, что соответствует развитым мировым рынкам.

По словам А. Потемкина, можно выделить еще много признаков стремительно



ше рассуждают на тему, «как нам с Россией работать». Разумеется, международные эксперты давали свои рекомендации, но это были не распоряжения учителя: «следует делать так», а скорее пожелания делового партнера изменить то, с чем, на его взгляд, работать «не очень удобно».

Изменения в умах и настроениях участников рынка вызваны в первую очередь явным и, несмотря на периодические коррекции, устойчивым ростом рынка, что позволяет, воспользовавшись моментом, делать существенные инвестиции в совершенствование инфраструктуры рынка.

РОСТ РЫНКА

Руководитель ФСФР **Олег Вьюгин** в своем выступлении назвал быстрый рост российского рынка (не только объемов сделок на рынке, но и роста курсовой стоимости акций и общих индексов, характеризующих капитализацию российского рынка) явлением объективным. По его мнению, компании были серьезно недооценены, причем с разных точек зрения, в том числе с точки зрения оценки справедливой стоимости акций, в основном по причине неуверенности гло-

ти довольно высокими темпами. По оценкам МВФ, приведенным руководителем ФСФР, в этом году рост мировой экономики ожидается на уровне 5%.

Президент ММВБ **Александр Потемкин** привел количественные показатели развития отечественного фондового рынка за последние 5 лет:

- 2001 г. — рынок еще не оправился полностью от кризиса, обороты торгов на фондовом рынке ММВБ — около 100 млн долл. в день. Иностранцев инвесторов на рынке практически нет. Про первичные размещения акций мало кто слышал и готовы к нему единицы.

- 2004 г. — средние обороты рынка выросли до 600 млн долл. Проведены первые крупные IPO российских компаний, пусть пока на зарубежных биржах. Стране присвоен кредитный рейтинг инвестиционного уровня. Иностранцы начинают активно инвестировать в российские активы.

- 2006 г. — средние обороты торгов на ведущей фондовой площадке страны — ФБ ММВБ выросли до 2,5 млрд долл., в пиковые дни составляя более 3 млрд долл. Акции Газпрома торгуются с оборотом 1–1,5 млрд долл. в день, что ставит их в первый ряд наиболее торгуемых бумаг в мире. Иностранцы фонды ак-

растущего российского фондового рынка. *«Вывод один: российский рынок все больше становится неотъемлемой частью общемирового финансового рынка, и его депозитарная, расчетная и торговая инфраструктура должна соответствовать мировым стандартам, — сказал Президент ММВБ. — Без решения этой задачи мы вскоре можем упереться в пределы роста».*

А. Потемкин напомнил, что ровно год назад на этой же конференции шла речь о том, что улучшение инфраструктуры российского рынка ценных бумаг в первую очередь необходимо для привлечения на него иностранных инвесторов. Сегодня же, по словам А. Потемкина, мы можем констатировать, что эта проблема стоит уже не столь остро — иностранцы уже здесь и постоянно расширяют свое присутствие на российском рынке ценных бумаг. *«Сегодня же акценты, на мой взгляд, несколько сместились, — отметил он. — В преддверии ожидаемого всеми бума IPO российских компаний перед нами стоит задача по созданию конкурентоспособных условий размещения эмитентов на российских фондовых площадках. Именно поэтому мы сегодня так много будем говорить о направлениях совершенствования клиринговой, расчетной, депозитарной и торговой инфраструктуры».*



ПРИОРИТЕТЫ¹

Сегодня для Группы ММВБ отошли на второй план дискуссии и споры о корпоративной структуре основных инфраструктурных организаций, таких как, например, Центральный депозитарий. Более важными вопросами сейчас являются решения в области модернизации технологической системы самой Группы ММВБ как инфраструктурной организации. В частности, идет модернизация Национального депозитарного центра, которая поз-



волит существенно расширить функциональный набор продуктов, применяемых в депозитарной деятельности.

Особенно важен как для Группы ММВБ, так и в целом для российского финансового рынка проект по созданию Национального клирингового центра.

Работы по подготовке перевода клирингового бизнеса в Национальный клиринговый центр сейчас идут полным ходом. Центральный банк Российской Федерации 20 апреля 2006 г. принял решение о регистрации Акционерного Коммерческого Банка «Национальный Клиринговый Центр». После внесения Федеральной налоговой службой АКБ «Национальный Клиринговый Центр» в Единый государственный реестр юридических лиц и оплаты уставного капитала НКЦ, Банком России будет выдана лицензия на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте.

В мае Правление ЗАО ММВБ приняло решение о выборе компании-консультанта для подготовки бизнес-модели создаваемой организации и формировании на ее основе требований к технологиче-

ской платформе НКЦ. Консультантом стала крупнейшая в этой области компания «Сарсо», которая в свое время консультировала Национальный депозитарный центр при разработке его новой технологической платформы. Последние проекты «Сарсо» — решения для Индонезийского клирингового центра (KPEI) и Центрального депозитария Индонезии (KSEI).

Ориентируясь на разработанную «Сарсо» модель, Группа ММВБ уже к сентябрю этого года будет готова провести конкурс для приобретения соответствующей

технологической платформы. Выбор будет вестись среди лучших образцов информационно-технологических решений, которые были успешно апробированы в рамках одной из американских или европейских клиринговых организаций, — речь идет о таких гигантах клиринговой индустрии, как LCH-Clearnet, DTCC, EurexClear и OMX.

С помощью новой технологической платформы Группа ММВБ рассчитывает уже в 2007 г. внедрить модель клиринга с центральным контрагентом для таких важных сегментов финансового рынка, как рынок ценных бумаг и рынок деривативов.

ТЕНДЕНЦИИ

Директор НДЦ **Николай Егоров** в своем выступлении основной акцент сделал на тенденциях развития российской инфраструктуры. По словам Н. Егорова, российский рынок движется в одном направлении с мировым рынком, его движение определяют две основные тенденции: глобализация и унификация.

В нашем случае глобализация проявляется в консолидации, укрупнении, объединении инфраструктуры.

Унификация для нас — это прежде всего стандартизация и развитие технологий. Европа в настоящее время решает вопрос об унификации регулирования финансовых рынков отдельных европейских государств, стандартизации трансграничных сделок и введении стандартов на сложные операции (связанные, к примеру, с осуществлением корпоративных действий), а также борется за дематериализацию ценных бумаг. Российский рынок обсуждает условия стандартизации базовых операций и возможности повсеместного внедрения электронного взаимодействия между участниками. Но при этом и наши усилия в данной сфере, и действия на европейском рынке направлены на совершенствование взаимодействия участников рынка и системы расчетов и клиринга и на снижение рисков.

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ

Дискуссия между представителями топ-менеджмента ведущих расчетных депозитариев России — НДЦ и ДКК — о построении Центрального депозитария стала традицией Форума по инфраструктуре и операциям с российскими ценными бумагами. На Форуме-2006 «за дуэльным столом» встретились Заместитель директора НДЦ Денис Соловьев и Вице-президент ДКК по риск-менеджменту Виктор Грушин.

Представители НДЦ и ДКК однозначно сошлись в том, что вопрос, нужен ли нам Центральный депозитарий, уже не обсуждается. Общее мнение сложилось в пользу этого института. По словам **Д. Соловьева**, «об этом говорят те усилия, которые принимают Правительство РФ, для того чтобы создать ЦД, и участники рынка, чтобы соответствовать предъявляемым к Центральному депозитарию требованиям». **В. Грушин** отметил, что причина, по которой участники хотели бы видеть в России Центральный депозитарий, заключается в ожиданиях крупнейших международных финансовых институтов. «Центральный депозитарий — это удобный, всем понятный механизм, который существует почти везде в мире», — сказал В. Грушин.

Бесспорным оказалось также то, что Центральный депозитарий должен отвечать потребностям своих клиентов.

По мнению Заместителя директора НДЦ Дениса Соловьева, Центральный депозитарий в первую очередь должен быть надежным. Развивая свое утверждение, Д. Соловьев сказал: «Как мне кажется, мы приобрели достаточный опыт

¹ Глава подготовлена по материалам выступления Президента ММВБ Александра Потемкина на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



для того, чтобы говорить, что надежность определяется тем, кто стоит за Центральным депозитарием, тем, насколько капитализирован этот институт и насколько надежны его операционные технологии». По мнению многих участников рынка, крупным международным инвестиционным компаниям и российским инвесторам комфортно было бы осознавать, что за Центральным депозитарием стоят надежные учредители, к которым можно было бы апеллировать в случае возникновения каких-либо проблем. Вопрос ка-

народных финансовых институтов. Как определил бессменный ведущий таких обсуждений Брюс Лоренс (управляющий директор ЧБЛ Консалтанси Сервисиз), их цель — получить более четкое представление не только о функционировании наших внутренних рынков, но и о перспективах их развития.

Из этих обсуждений мы выделили несколько моментов, которые представляются особо важными тем, кто непосредственно является пользователем инфраструктуры.



питализации такого института, как Центральный депозитарий, также далеко не последний. Но, к сожалению, часто приходится сталкиваться с той точкой зрения, что капитал расчетного института с низким уровнем риска не обязательно должен быть большим. «Да, возможно, в рамках российской системы права это так. Но, открывая счета в иностранных организациях, мы сталкиваемся с тем, что требования к капиталу и к учредителям весьма и весьма существенные. Вы не можете открыть счет в иностранном международном депозитарии, если вы не располагаете либо тем, либо другим», — заметил Заместитель директора НДЦ.

Вице-президент ДКК Виктор Грушин полагает, что при построении Центрального депозитария нужно прежде всего исходить из ответа на вопрос: что нового пытаются получить российский рынок, какой именно *added value*, создав ЦД, что ЦД привнесет в инфраструктуру такого, чего в ней еще нет? И ответ на этот вопрос должен дать рынок.

ОЖИДАНИЯ РЫНКА

Два других ярких события Форума — обсуждения «Операционная инфраструктура в России глазами иностранных игроков на рынке» и «Взгляд брокеров». В них приняли участие представители крупнейших инвестиционных компаний и между-

ления процедуры перерегистрации. Уменьшения обязательной суммы резервирования и упрощения структуры счетов. Стандартизации и автоматизации расчетов, DVP. Снижения рисков (как отметил Брюс Лоренс, «болевого порог» у российского рынка в отношении рисков ниже, чем у рынков Европы и Америки).

В целом же большая часть иностранных участников Форума отмечали, что те, кто приходит на российский рынок, уже могут действовать в более или менее предсказуемой обстановке, в отличие от «пионеров», осваивавших наш рынок лет 7–10 назад. Это обусловлено изменениями в нормативной системе, интеграцией российского рынка в рынки международные (в том числе стремлением следовать международным стандартам) и стабилизацией политической ситуации. По мнению Эндрю Бонда, вице-президента Дж. Пи. Морган, «Россия уже вышла из статуса развивающегося рынка, и поэтому к ней предъявляются стандартные требования в том, что касается уровня и качества услуг, оказываемых ответственным хранителем».

Никто из участников обсуждения не спорил с этим утверждением. Возможно, именно потому, что в основном международные игроки и эксперты согласны с Э. Бондом, их выступления в рамках дискуссии сводились к обзору положительных изменений на российском рынке и к перечислению конкретных примеров, когда работать было «неудобно», «непонятно» и «дорого»; при этом подчеркивалось, что, несмотря на некоторые несовершенства, их клиенты не хотят покидать российский рынок и интересующихся им становится больше.

Похоже, по оценкам представителей международных рынков, работа в России перестает быть «экстремальным туром» (со всеми свойственными экстриму рисками и дорогой стоимостью), наш рынок начинает восприниматься одним из ряда рынков, на котором можно и интересно работать. И, простите автору этого обзора столь патетичное заявление, период бурной юности у нашего рынка заканчивается. Рынок взрослеет, и наступает период с соответствующим самоосознанием, взвешенностью, чувством ответственности, стремлением к благополучию и, главное, с пониманием того, что для достижения этого благополучия необходимо предпринять, а также умением работать. И если смотреть объективно, то, как отметил директор НДЦ Николай Егоров, в некоторых отношениях наш рынок даже более развит, чем рынки зарубежные; в частности, все акции российских эмитентов существуют в бездокументарной форме. ■

Что хочет брокер

- Иметь возможность работать с максимально широким спектром инструментов и при этом рассчитываться по этим инструментам при минимальных рисках и минимальных издержках. Построение такой системы возможно только при активной совместной работе как между инфраструктурными группами, которые существуют в России, так и между этими инфраструктурными группами и участниками рынка (Ирина Иконникова, «Тройка Диалог»)

- От регулятора — скорейшего завершения работы над Законом о Центральном депозитарии, его согласования и принятия законодательным органом России, а также помощи регулятора в завершении создания национальных клиринговых компаний, центрального контрагента. От организаторов торговли и расчетов — скорейшего внедрения расчетов T+1 в анонимном режиме торгов и кроссинга биржевых сделок. Развития рынка РЕПО. (Константин Кирсанов, «Атон Капитал»).

Каких улучшений хотели бы иностранные участники?

Создания Центрального депозитария, центрального регистратора, центрального контрагента и единого центра корпоративной информации. Введения статуса иностранного номинального держателя. Упрощения норм валютного контроля. Сохранения издержек, в том числе удешев-



Олег Вьюгин
Руководитель ФСФР России

АНАЛИЗ РЫНКА РОССИЙСКИХ ЦЕННЫХ БУМАГ, ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА И ДВИЖУЩИХ СИЛ¹

В сегодняшнем своем выступлении на Форуме я бы хотел остановиться на двух темах. Во-первых, сказать о современном состоянии рынка ценных бумаг в России, изложить взгляд регулятора на движущие силы его развития и на то, как происходящее сегодня скажется на будущем рынка. Во-вторых, остановиться на вопросах регулирования рынка и, прежде всего, на той логике регулирования, которую выстраивает Федеральная служба, а также сообщить о конкретной программе ближайших действий по регулированию, которую мы намерены реализовать.

О РЫНКЕ

Все мы были свидетелями очень быстрого роста не только объемов сделок на рынке, но и курсовой стоимости акций российских компаний и общих индексов, характеризующих капитализацию российского рынка: почти 90 % в прошлом году и порядка 30 % (цифра все время колеблется, рынок сейчас не очень устойчив) в текущем году. По нашей оценке, это было абсолютно объективным явлением. Давайте посмотрим: за последние 5 лет (фактически даже за последние 4 года) российский валовой внутренний продукт удвоился, если его пересчитать в иностранную

валюту (долларовый эквивалент). То есть для глобального инвестора российская экономика — это экономика, растущая очень высокими темпами. Но если посмотреть на уровень капитализации российских компаний несколько лет назад, в первую очередь, на стоимость акций «голубых фишек», то любой аналитик однозначно скажет, что компании были серьезно недооценены, причем с разных точек зрения, в том числе с точки зрения оценки справедливой стоимости акций. Причины известны — это неуверенность глобальных инвесторов в том, что их права собственности на российские активы будут достаточно надежно

защищены, неуверенность в стратегической политике, которая выстраивается в России, и т. д.

К началу 2005 г. оценка этих рисков была пересмотрена, большинство рисков оценены как достаточно предсказуемые. Это выразилось, кстати, и в повышении рейтинга России различными рейтинговыми агентствами. Инвесторы оказались готовы к тому, чтобы покупать российские активы. Естественно, этому способствовала хорошая конъюнктура на международных финансовых рынках, хорошая ликвидность, обусловленная доступом к достаточно дешевым международным финансовым ресурсам, т. е. неплохое,

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги - инфраструктура и операции». Москва, 7–8 июня 2006 г.



в принципе состояние мировой экономики, продолжающей расти довольно высокими темпами. По оценкам МВФ, в этом году рост мировой экономики ожидается на уровне 5%, это очень хороший результат. Все это способствовало благополучному развитию показателей российского финансового рынка.

Если мы возьмем 2004–2005 гг. и посчитаем среднегодовой рост индекса РТС, то увидим, что это порядка 30–35%, что в принципе для развивающихся рынков с недооцененными активами и с быстро растущим ВВП является вполне нормальным ростом. Так что 2005 г. я бы назвал годом восстановления справедливости по отношению к российским активам. И все, что происходило на рынке, было, повторюсь, объективным процессом.

Что будет дальше? Сразу скажу, что на этот вопрос никто не может ответить однозначно. Тот, кто однозначно и твердо ответит на этот вопрос, необыкновенно обогатится. А мы можем судить лишь о некоторых изменениях или о предпосылках изменений, которые могут произойти. Предпосылки эти лежат в области как внешних факторов, так и внутренних факторов. Внешние факторы по-прежнему являются для российского рынка решающими, поскольку серьезная доля (более 50%) российских активов — это предмет сделок глобальных фондов. Естественно, что их спрос и поведение во многом зависят от развития мирового финансового рынка и мировой экономики в целом.

Рост российского рынка, как и других развивающихся рынков, прекратился, как мы знаем, в мае. И с тех пор ни один из развивающихся рынков не показал устойчивых тенденций роста, в том числе и Россия. Много обсуждалось, в чем причина этого явления. Если говорить коротко, то мнения большинства аналитиков сводятся к тому, что глобальные инвесторы впервые после эйфории дешевых денег стали всерьез испытывать сомнения в надежности ситуации на финансовых рынках, сложившейся в последние годы. Есть аналитические разработки, которые свидетельствуют о том, что сегодняшний благополучный рост американской экономики на уровне 5% годовых (по квартальным данным) скоро прекратится. Падения не произойдет, но темпы роста начнут снижаться. И последовательная политика ФРС по повышению процентной ставки, которая сегодня составляет уже 5%, конечно, говорит о том, что эра «дешевых» денег может закончиться, 5% — это уже не «дешевые» деньги, хотя и не самые «дорогие», которые мы знали в истории. Это означает, что в принципе

нужно более жестко контролировать риски на развивающихся рынках. Собственно, мы и видели в мае первый шаг по ограничению роста рисков, который выразился в том, что крупные фонды сократили свои позиции на развивающихся рынках, а акции были перекуплены, видимо, более спекулятивными фондами, которые снова начинают оказывать существенное воздействие на состояние развивающихся рынков. Таким образом, внешний фактор характеризуется сегодня тревогой глобальных инвесторов относительно того уровня рисков, которые они взяли, работая на развивающихся рынках. И эта тревога во многом связана не с самими развивающимися рынками, не с состоянием их макроэкономики и корпоративного сектора, а с источником их существования, ликвидностью и стоимостью денег, а также с надежностью всей политики глобальных финансовых центров (прежде всего, американского) с точки зрения поддержания достаточно устойчивых макроэкономических показателей. К примеру, в МВФ многие сомневаются, что американская администрация сможет сократить бюджетный дефицит.

Еще раз подчеркну, что существует много сомнений, которые сегодня стали играть более серьезную роль, чем это было раньше, несмотря на то, что сама по себе мировая экономика производит неплохое впечатление с точки зрения устойчивого роста регионов мира: Азия, Америка показывают хороший рост; европейская экономика выходит из чрезвычайно низких темпов роста, в то время как думали, что в Германии вообще рост прекратится; Япония выходит из стагнации, Центральный Банк Японии даже стал намекать о том, что будут повышаться процентные ставки. Хотя, может быть, этот намек сделан для того, чтобы сократить практику, когда фонды заимствуют в иенах из-за предсказуемости курсовой политики Банка Японии, конвертируют эти иены в другие валюты и используют этот очень дешевый ресурс для работы на портфельных рынках; и до повышения процентных ставок дело не дойдет...

Внутренние факторы достаточно устойчивы с точки зрения потока положительных и отрицательных явлений, которые могли бы влиять на настроение рынка. В целом развитие внутренних факторов можно оценить как положительное. Это связано с тем, что Правительство РФ после ярких дискуссий четко определилось, и теперь понятно, как будет выстраиваться макроэкономическая политика. Определено, что инфляция

является несколько более высоким приоритетом, хотя наращивание расходов федерального бюджета продолжается, а, стало быть, политика накопления средств в Стабилизационном фонде осталась одним из серьезнейших механизмов поддержания гарантий макроэкономической стабильности в случае резкого изменения внешних факторов. И фактически это косвенный механизм поддержания состоятельности платежного баланса: если бюджет тратит больше, происходит укрепление рубля, и в будущем состоятельность платежного баланса или шансы избежать резких колебаний национальной валюты при изменении внешнеэкономических условий снижаются. Эта политика сегодня явно выстраивается, и в целом макроэкономический фон понятен для большинства инвесторов и не является препятствием для портфельных инвестиций.

Рост рынка поддерживается и притоком инвестиций в реальный сектор, что является дополнительным подтверждением того, что в портфельные инструменты российских компаний можно инвестировать.

Наконец, имеет значение поведение российских домашних хозяйств, которые испытывают сегодня больше доверия к инструментам фондового рынка. По последним публикациям, 220 тыс. домашних хозяйств (я условно говорю, считая, что физическое лицо, участвующее в паевом инвестиционном фонде, представляет домашнее хозяйство — либо это одинокий человек, либо это семья) участвуют в инвестиционном процессе. Это, конечно, небольшая величина, но приток идет, внутренний инвестор поворачивается лицом к настоящему рынку.

Рост объемов сделок на рынке свидетельствуют о том, что российские активы оцениваются как реальный объект инвестиций, причем не обязательно инвестиций краткосрочных и спекулятивных.

В перспективе, на несколько лет вперед такой рекордный рост рынка, как это было в 2005 г. и в начале 2006 г., видимо, большинству развивающихся рынков, включая российский рынок, повторить будет крайне сложно. Поэтому, воздерживаясь от конкретных цифр, я могу сказать, что, скорее всего, перспективы роста есть, но, каким образом они будут освоены, вопрос пока открытый, поскольку сегодня мы находимся в ситуации, когда инвесторы не определились, как надо действовать на развивающихся рынках. И пока это самоопределение не произойдет, скорее всего, мы будем иметь волатильный рынок, хотя на достаточно приличных уровнях.

Мы хотели бы выстроить такую инфраструктуру и такую систему регулирования финансового рынка в России, которая была бы комфортна как для эмитентов, с точки зрения доступа к наиболее дешевым ресурсам, так и для инвесторов, с точки зрения затрат при проведении сделок и надежности учета их прав собственности.

Это, конечно, глобальное заявление. Проявляются же наши устремления в гораздо более конкретных действиях, я бы даже сказал, кропотливых действиях, поэтому я перейду сразу к нашим конкретным ближайшим планам и к тому, как они корреспондируются с тем, что уже сделано.

Прежде всего, для нас важна законопроектная деятельность. В связи с этим я хотел бы отметить, что в текущем году будет завершены минимальные изменения в законодательную и нормативную базы развития ипотеки в России. Все будет сделано для того, чтобы стало возможным свободно выпускать ипотечные облигации в России, т. е. практически приступить к секьюритизации ипотечных кредитов.

В этом году мы также внесем в правительство (а затем и в Государственную думу) пакет законов, которые обеспечат развитие секьюритизации на российском финансовом рынке. Этот пакет позволит секьюритизировать не только ипотечные кредиты, но и кредиты на автомобили и другие виды кредитов, которые коммерческие банки выдают прежде всего потребителям. Пакет разослан на согласование в ведомства, до этого прошел серьезную правовую экспертизу в структурах, контролирующих внесенные изменения в Гражданский кодекс РФ и другие фундаментальные для российского законодательства законы, которые он затрагивает.

Далее, в текущем году, мы считаем (и большинство участников рынка так считают, прежде всего крупные российские биржи), будут завершены минимальные шаги, которые будут достаточны для устойчивого развития рынка производных инструментов в России. Прежде всего, я имею в виду поправку в Гражданский кодекс Российской Федерации и поправку в закон «О несостоятельности (банкротстве)», для того чтобы можно было обеспечивать надежный неттинг по этим сделкам, и специальный нормативный акт Федеральной службы, который регулирует сами сделки с производственными инструментами на бирже. Этим самым фактически будет создана легальная

среда для развития рынка производных инструментов. Он и сейчас растет, и биржи предпринимают достаточно энергичные шаги, чтобы предлагать новые инструменты и способствовать привлечению новых клиентов (очень важно, чтобы были крупные участники, крупные банки). Я считаю, что эти последние изменения как раз и позволят прийти на российский рынок крупным банкам и осваивать новые инструменты. Причем возможно, что мы получим, наконец, производные инструменты не только на ценнобумажные активы, но и на товарные активы (хотя есть вопросы, связанные с логистикой, и они не решаются в законопроекте).

Мы почти уверены, что в этом году будет принят закон о российских депозитарных расписках; это еще один новый инструмент, который, вероятно, будет востребован, особенно теми компаниями, которые попали в иностранную юрисдикцию, но активно работают в России.

И будет, конечно, принят закон о биржевых облигациях, это тоже новый инструмент, мы его рассматриваем как первый шаг либерализации рынка корпоративных облигаций.

На подходе еще ряд законов, они не будут приняты в текущем году, но мы считаем, что они будут предложены на рассмотрение Правительству РФ и Государственной Думе. Это закон «О недобросовестных практиках», который фактически будет устанавливать нормы противодействия использованию инсайдерской информации на рынке ценных бумаг и предотвращению манипулирования ценами. Законопроект разослан в министерства и ведомства для согласования, он прошел экспертизу на специальной межведомственной рабочей группе, а также экспертизу саморегулируемых организаций, брокеров (НАУФОР и НФА).

Я уверен, что в этом году будет предложен закон о Центральном депозитарии. Законопроект находится в совместной работе с консультантом, который был нанят ФСФР. Уже определена модель рынка, в котором находится Центральный депозитарий, его место, функции, полномочия. Консультантом проведен анализ моделей, очень подробный, с большим количеством примеров мировой практики, с «плюсами» и «минусами» того или иного решения. В принципе мы получили возможность выбирать. Выбор будет реализован в виде чернового закона, который мы затем предоставим для широкого обсуждения. Будем смотреть, какой будет реакция участников рынка.

Далее у нас в программе, возможно, не очень важные с виду законы, но, на мой взгляд, они могут иметь большое

значение в будущем, — это законодательство, которое позволило бы создавать компенсационные фонды на российском финансовом рынке, и прежде всего на фондовом. Этот вопрос, может быть, еще не был актуальным до сегодняшнего дня, но он будет актуален очень скоро. На мой взгляд, важно также создать нормативную базу для развития частных пенсионных систем в России. Этот вопрос ставят крупные компании, они сегодня ищут возможности решить долгосрочные проблемы, связанные с пенсионным страхованием. В частности, вы могли видеть публикацию мнения РСПП, что после 2010 г. придется повышать ставку единого социального налога, а бизнесу бы этого очень не хотелось. РСПП хотелось бы найти способы, как сегодня начать накапливать средства для будущих пенсионеров с тем, чтобы смягчить колебания налоговой нагрузки, связанные с серьезными демографическими колебаниями.

Теперь о нормативных документах, которые выпускаются ФСФР и регистрируются только Министерством юстиции России.

Прежде всего мы хотим завершить целый ряд инициатив, связанных с Нормативным актом ФСФР России № 1245. Это поправки по регистрации внебиржевых сделок. Мы уже договорились с брокерским сообществом о том, что сделки, которые заключаются с котировками на биржах, но не проводятся через биржи в классическом понимании, должны сообщаться и регистрироваться (т. е. должны сообщаться об их завершении). Мы не стараемся ставить жесткие рамки, будет достаточный период времени для адаптации. И в этом смысле представительность цены российского рынка, и в первую очередь индексов, будет более выразительной. Плюс это даст нам возможность увидеть реальные объемы фактических биржевых сделок.

Также мы внесем поправку, в соответствии с которой, как и ранее, для получения листинга на российской бирже нужно будет достичь определенных объемов торгов. Но в этих объемах не будут учитываться переговорные сделки. То есть, фактически, если компания хочет получить листинг, ей нужно сделать маленькое IPO. Таким образом, мы говорим о том, что листинг будет не формальным заявлением, а реальной заявкой на публичность. На взгляд Федеральной службы, это правильный путь, поскольку сегодня мы не ставляем никого становиться публичными компаниями, а наоборот, есть желание у довольно большого круга компаний стать публичными. Мы этому желанию и помогаем реализоваться.





Далее, будут внесены необходимые поправки в нормативный акт, который открывает возможность для создания площадки для быстрорастущих компаний. Успех этого проекта не однозначен, сразу скажу. Но мы считаем совместно с биржевым сообществом, что должны такие шаги сделать, поскольку спрос на быстрорастущие компании появляется. Вопрос в том, насколько готовы сами эти компании и насколько готовы квалифицированные инвесторы работать с ними. Этот вопрос будет проверяться на практике.

У нас также в плане, на осень, стоит существенная переработка нормативного акта, регулирующего деятельность реестров (Постановление № 27). Назрела необходимость, я думаю, что все это признают, помочь компаниям, которые

занимаются ведением реестров, избегать ненужных рисков, сократить давление на них и, конечно, препятствовать недобросовестному поведению отдельных регистраторов, которое иногда мы наблюдаем.

Есть еще целый ряд изменений, но они, полагаю, не столь судьбоносны, поэтому я не буду о них упоминать.

* * *

Я считаю, что текущий год и, возможно, следующий год — это годы, которые будут очень многое решать для развития российского финансового рынка. Да, мы прошли очень хороший период развития, который выразился в существенном росте, в приходе на российский рынок крупных инвесторов, практически всех между-

народных брендов инвестиционного банковского мира. Наблюдаются существенные изменения в поведении крупных и некрупных компаний, которые пошли по пути публичности. Эти существенные изменения должны быть подкреплены своевременным изменением регулирования, которое бы не отпугнуло и не помешало субъектам финансового рынка работать нормально.

Я не стал касаться в своем выступлении вопросов инфраструктуры, поскольку считаю, что здесь, на Форуме по инфраструктуре и операциям, будет идти профессиональный разговор. А я просто постарался обрисовать в открывающемся Форум выступлении состояние рынка и взгляд регулятора на его развитие. ■

НДЦ поздравляет с годовщиной

Центральный банк Российской Федерации

Примите наши искренние поздравления и пожелания благополучия, успехов, профессионального роста и признания!

Центральный банк Российской Федерации (Банк России) был учрежден 13 июля 1990 г. на базе Российского республиканского банка Госбанка СССР.

2 декабря 1990 г. Верховным Советом РСФСР был принят Закон о Центральном банке РСФСР (Банке России). В законе были определены функции банка в области организации денежного обращения, денежно-кредитного регулирования, внешнеэкономической деятельности и регулирования деятельности акционерных и кооперативных банков. В ноябре 1991 г. в связи с образованием Содружества Независимых Государств и упразднением союзных структур Верховный Совет РСФСР объявил Центральный банк РСФСР единственным на территории РСФСР органом государственного денежно-кредитного и валютного регулирования экономики республики. На него возлагались функции Госбанка СССР по эмиссии и определению курса рубля.

В 1992–1995 гг. в порядке поддержания стабильности банковской системы Банк России создал систему надзора и инспектирования коммерческих банков, а также систему валютного регулирования и валютного контроля. В качестве агента Министерства финансов Банк России организовал рынок государственных ценных бумаг (ГКО).

Центральный банк Российской Федерации является историческим преемником Государственного банка СССР, Народного банка РСФСР, Государственного банка Российской Империи.

Государственный банк — главный банк в дореволюционной России — был учрежден в 1860 г. в соответствии с указом Александра II на основе реорганизации Государственного коммерческого банка. Согласно Уставу 1860 г. Государствен-

ный банк был создан для «оживления торговых оборотов» и «упрочения денежной кредитной системы». Государственный банк выполнял функции, относившиеся к аппарату Министерства финансов, — проводил выкупную операцию и вел дело-производство по ней, а также поддерживал Государственный дворянский земельный и Крестьянский поземельный банки. В ходе денежной реформы Витте, завершившейся в 1898 г., Государственный банк стал эмиссионным центром страны. И в дальнейшем главной его задачей было регулирование денежного обращения.

14 (27) декабря 1917 г. после вооруженного захвата зданий петроградских банков Декретом ВЦИК «О национализации банков» в стране была введена государственная монополия на банковское дело. В соответствии с этим Декретом «в целях образования подлинно служащего интересам народа и беднейших классов единого народного банка Российской Республики» акционерные коммерческие банки и банкирские конторы подлежали национализации и слиянию с Государственным банком. Употребленное в Декрете «О национализации банков» имя нарицательное «народный банк» с конца января 1918 г. стало употребляться как имя собственное — Народный банк. Сначала банк назывался Народный банк Российской Республики, затем — Народный банк РСФСР. Государственный банк РСФСР начал свои операции 16 ноября 1921 г. В 1923 г. Государственный банк РСФСР был преобразован в Государственный банк СССР.

В сентябре 1988 г. был утвержден четвертый Устав Госбанка СССР, в соответствии с которым он являлся главным банком страны, единым эмиссионным центром, организатором кредитных и расчетных отношений в народном хозяйстве.

**Константин Корищенко**

заместитель председателя Центрального банка Российской Федерации

РОЛЬ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ В РЕАЛИЗАЦИИ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ¹

В СВОЕМ ВЫСТУПЛЕНИИ Я ПОПЫТАЮСЬ ВЫСКАЗАТЬ СВОЮ ТОЧКУ ЗРЕНИЯ, ПОЧЕМУ ДВА ВРОДЕ БЫ ВПРЯМУЮ НЕ СЛИШКОМ СВЯЗАННЫХ СУБЪЕКТА — ФИНАНСОВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА — НА САМОМ ДЕЛЕ ОЧЕНЬ ТЕСНО ПЕРЕПЛЕТЕННЫ.

Если посмотреть на последние 20–30 лет развития финансового рынка, то, в зависимости от угла зрения, ему могут быть даны разные оценки. Для меня это прежде всего процесс превращения значительной доли финансовых активов в, по сути, денежные средства. Те же самые облигации, обращающиеся на международных, а не на локальных рынках, фактически сегодня представляют собой квазиденьги. Они выполняют основные функции денег: и средства обращения, и средства накопления, и меры стоимости. Я не буду сейчас останавливаться на теоретическом доказательстве этой схожести, но подчеркну, что одна из функций денег, а именно функция средства обращения, реализуется прежде всего и благодаря финансовой, депозитарной инфраструктуре.

В этом смысле можно сделать смелое утверждение, что крупнейшие международные центральные депозитарии сего-

дня постепенно начинают трансформироваться в эдакие мировые центральные банки, только не для эмиссии и обслуживания денежного обращения в традиционном понимании, а для целей обслуживания этого же денежного обращения в форме высоколиквидных ценных бумаг. И если мы посмотрим количественные пропорции, то увидим, что как таковых денег, эмитированных центральными банками, в сравнении с количеством обращающихся финансовых активов, которые претендуют на роль денег, становится все меньше. Пропорция «естественные натуральные деньги/финансовые активы, исполняющие функции денег» изменяется, и не в пользу натуральных денег.

Это происходит в силу целого ряда причин. Отчасти потому, что последние 10–15 лет крупнейшие центральные банки проводят политику инфляционного таргетирования, что на самом деле имеет форму политики регулируемой, предска-

зуемой процентной ставки. Это позволяет весьма предсказуемым образом рассуждать на тему, сколько будут стоить краткосрочные ценные бумаги в ближайшем будущем, и в результате позволяет перевести их из категории финансовых активов, в которые вкладываются средства, в категорию денег, которые используются, чтобы инвестировать дальше. Это приводит к тому, что леввередж всей финансовой системы, экономической системы резко возрастает и с этим возрастает и ее, скажем так, некая хрупкость.

Финансовая инфраструктура активно начала развиваться относительно недавно. Можно считать, что начальный период активного развития совпал со временем отмены золотого стандарта в начале 1970-х годов, потом с дерегулированием банковского сектора в Соединенных Штатах в начале 1980-х. И если мы посмотрим на все параметры, отражающие развитие финансовой системы (индекс

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



Доу Джонса, оборот *NYSE* и др.), то увидим, что быстрый темп роста они как раз начали приобретать именно в то время. И я утверждаю, что развитие финансовой инфраструктуры является одним из источников быстрого роста различного рода параметров, отражающих стоимость финансовых активов. И совершенствование технологии в каком-то смысле провоцирует дальнейший рост параметров. Сегодня мы видим, что активы, которые ранее не относились к категории торгуемых, становятся активно торгуемыми, и доля торгуемых активов в общей структуре рынков тоже резко возрастает. С этой точки зрения всплески цен на металлы, газ, нефть, перевозки, да бог знает на что еще, могут объясняться и ростом реального спроса, но куда больше объясняются переводом этих активов в сферу финансовых активов и появлением возможности вкладывать в них спекулятивные (краткосрочные) деньги. И это тесным образом связано с развитием инфраструктуры. Мы видим, что в последние несколько лет буквально рука об руку идут как рост российских индексов (вообще каких бы то ни было стоимостей, фиксируемых рынком), так и бурные процессы развития инфраструктуры. Сначала бурный рост рынка облигаций, сейчас мы имеем, можно считать, начало бума *IPO*, и этот процесс в значительной степени усиливается, сопровождается ожидаемым дерегулированием трансграничных операций, снятием капитальных ограничений по операциям с российским рублем и с российскими активами, которые должны произойти в июле. Все это вместе, собственно, ставит вопрос о том, где, в каком виде, в какой части должна развиваться российская инфраструктура и каким образом она должна стыковаться с внешним миром.

Если будет позволено такое сравнение, я бы сравнил инфраструктуру финансового рынка с нефтяной отраслью. На бытовом уровне мы знаем, что существуют нефтедобывающие, нефтеперерабатывающие, сбытовые предприятия «заправки». Если спроецировать эту упрощенную модель на фондовый рынок, то в роли нефтедобывающих предприятий мы можем рассматривать депозитарии и расчетные системы, в роли нефтепереработки выступают клиринговые организации, в роли сбытовых организаций — биржи.

Из опыта развития бизнеса все мы знаем, что продавать сырую нефть крайне невыгодно. Переработанные продукты продавать куда более выгодно и куда более прибыльно. При этом, если предприятие обладает возможностями по добыче и по переработке нефти, совершенно не

обязательно оно должно обладать возможностями по ее сбыту.

Если выстраивать дальше эту аналогию, то можно сказать, что, наверное, не очень рационально допускать иностранную инфраструктуру к прямому доступу к системе денежных расчетов и к системе базовых депозитарных функций или к Центральному депозитарию. Эта инфраструктура должна быть все-таки внутренней, доступной внутренним контрагентам, и замыкаться на клиринговую инфраструктуру, централизованную или децентрализованную — уже вопрос степени развития. А внешние рынки должны стыковаться с внутренними рынками на уровне так называемых позиций, или на уровне механизма, скажем, поставки против платежа, но отнюдь не свободного перевода денег или свободного перевода ценных бумаг. Это является, на мой взгляд, условием и залогом сохранения существования национальной инфраструктуры. Прямой доступ на уровень Центрального депозитария, на уровень центральной платежной системы со стороны внешней инфраструктуры будет означать, фактически вывоз сырой, денежной или ценнобумажной «нефти» и ее переработку за пределами страны.

Что же касается торговой инфраструктуры, то она может быть построена любым образом, поскольку в значительной степени базируется на приближенности к клиенту. Если в РФ существует достаточное количество клиентуры, заинтересованной в торговле финансовыми активами, и достаточное количество посредников, которые могут обслуживать торговлю, то эти посредники и клиенты вполне способны поддержать спрос и сформировать ликвидность на внутреннем локальном рынке, организованном через локальные торговые подсистемы.

Проблема Центрального депозитария, на мой взгляд, проблема перезревшая, и, честно говоря, в цивилизованном обществе на эту тему, наверное, уже и не стоит говорить. Почему? Потому что для развитой страны нерешение ее, помимо издержек, создает проблему имиджевую, моральную. И я думаю, что идущие сегодня «демократические дискуссии» на тему, каким мы должны построить этот рынок, не ведут нас к результату, потому что давно понятно, что Центральный депозитарий — структура не рыночная, а представляющая собой естественную монополию, в которой заинтересовано государство. И рассуждения, что это такая структура, которая должна управляться рынком, мне кажутся уже пройденной темой, не вызывающей никаких позитивных эмоций. Центральный депозитарий —

это, по большому счету, стратегический государственный ресурс, который необходимо создать в кратчайшие сроки. Он должен служить всем и не должен являться источником извлечения прибыли для кого бы то ни было (какого-либо участника или группы участников рынка), а должен просто обслуживать существующую инфраструктуру так же, как ее обслуживает платежная система.

Что же касается оставшихся частей инфраструктуры, клиринговой и торговой, это действительно предмет рыночной конкуренции.

В завершение своего краткого выступления я бы хотел сказать, что для Центрального банка вопрос Центрального депозитария не праздный. И мы со своей стороны будем поддерживать предложения регулятора, ФСФР, которые направлены на скорейшее решение проблемы и перевод нашего российского рынка, хотя бы по этому показателю, в категорию современных развитых рынков. ■



Николай Егоров

Директор НДЦ, Старший Вице-президент, член Правления ММВБ

БУДУЩЕЕ РОССИЙСКОЙ РАСЧЕТНО-ДЕПОЗИТАРНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ: СООТВЕТСТВИЕ МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ И РОССИЙСКИЕ ОСОБЕННОСТИ¹

Я ХОТЕЛ БЫ СКОНЦЕНТРИРОВАТЬСЯ В СВОЕМ ВЫСТУПЛЕНИИ НА ТЕНДЕНЦИЯХ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА, СРАВНИТЬ ИХ С ЗАДАЧАМИ РАЗВИТИЯ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ, А ТАКЖЕ ОЦЕНИТЬ ПЕРСПЕКТИВЫ НАШЕГО СБЛИЖЕНИЯ. ПОСКОЛЬКУ МЫ ДВИЖЕМСЯ ИЗ РАЗНЫХ ОТПРАВНЫХ ТОЧЕК, Я НЕ ГОТОВ ОЦЕНИВАТЬ РОССИЙСКИЙ РЫНОК КАК МЕНЕЕ РАЗВИТЫЙ. В КАКИХ-ТО АСПЕКТАХ НАША ИНФРАСТРУКТУРА ДАЖЕ БОЛЕЕ РАЗВИТАЯ, ЧЕМ НА НЕКОТОРЫХ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКАХ. НАПРИМЕР, 100% ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ НАХОДИТСЯ В ДЕМАТЕРИАЛИЗОВАННОЙ ФОРМЕ. И ЦЕЛИ У НАС В БОЛЬШЕЙ СТЕПЕНИ СОВПАДАЮТ.

За последний год российская инфраструктура, финансовые рынки в целом прошли очень большой путь. Мы с гордостью можем сказать, что нам, как инфраструктурной организации, удалось справиться с теми экспоненциально растущими объемами (как в количестве, так и в объеме сделок), которые российский финансовый рынок демонстрировал на протяжении этого года.

Однако дьявол, как известно, в деталях. И глубокий анализ тенденций и требований к инфраструктуре со стороны клиентов, инвесторов и эмитентов поможет определить пути нашего дальнейшего развития и повышения конкурентоспособности инфраструктуры в целом.

ЧТО ТАКОЕ НДЦ?

В первую очередь я хотел бы представить НДЦ и определить, почему для нас анализ тенденций является кардинально важным. Что такое НДЦ? Это расчетный депозитарий группы ММВБ, имеющий уже почти 10-летнюю историю. Это крупнейший расчетный депозитарий в России. Это Центральный депозитарий де-юре по государственным ценным бумагам по закону, это де-факто рыночный Центральный депозитарий по корпоративным, муниципальным и субфедеральным облигациям. НДЦ обслуживает 100% сделок на рынке ОФЗ и около 85%, а с учетом либерализации акций

Газпрома и последних данных уже около 90%, всего биржевого оборота акций, облигаций корпоративных эмитентов, облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований. НДЦ признан надежным зарубежным кастодианом в соответствии с требованиями Правила 17-f7 Закона об инвестиционных компаниях США.

Наиболее важные показатели нашей деятельности по сравнению с прошлым годом существенно выросли, что связано, во многом, но не только, с экспоненциальным ростом рынка (см. рисунок). С начала 2006 г. до марта индекс ММВБ вырос на 28,5%. В сравнении: Китай (это очень быстро растущая, динамичная эко-

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги – инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



номика) продемонстрировал рост чуть меньше 12%. А если взять сравнительный анализ за 5 лет, то картина станет еще более показательной. И мы должны соответствовать таким темпам роста и обеспечивать для них соответствующие условия.

КАКОВЫ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ?

Тенденции одинаковы как в мировом масштабе, так и в российском нацио-

депозитариев. Это и управление средствами, управление рисками, отчетность регулятору, комплаенс-мониторинг, маржинальные схемы, управление эффективностью и др. Таким образом, депозитарные услуги распространяются теперь не только на аутсорсинг бэк-офисных функций, но также и на часть функций миддл-офиса (от исполнения сделки до платежных инструкций)

Поскольку большой объем инвестиций можно ожидать от зарубежных покупателей ценных бумаг и активов, инфра-

ЗАДАЧА 1. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ РАСЧЕТОВ И КЛИРИНГА

• Исключить бумажный документооборот и автоматизировать сообщение, сбор и обработку информации (ЭДО).

НДЦ и вся группа ММВБ являют собой положительный пример внедрения электронного документооборота. ММВБ является сертификационным центром, и весь документооборот с клиентами внутри группы полностью переведен на безбумажную основу. Сегодня уже почти 60% внешних операций НДЦ с регистраторами проходит с использованием ЭДО — мы организовали электронный документооборот с ведущими регистраторами: ЦМД, НИКойл, «Иркол», НРК и «Статус». С регистратором НИКойл НДЦ перевел все операции на электронный документооборот, при взаимодействии с ним мы больше не используем бумажных документов.

• Привести в соответствие стандарты сообщений и протоколы обмена данными.

НДЦ самым активным образом участвует во всех инициативах по стандартизации взаимодействия участников рынка. Степень нашей автоматизации, те системы, которые мы используем, полностью соответствуют международным стандартам: депозитарные операции переводим на формат ISO 15022, от текстового формата переходим на XML.

• Разработать и внедрить стандарты справочной информации.

НДЦ стал национальным нумерующим агентством в России. Мы поддерживаем базы данных по кодам ISIN и CFI, а также методологии описания данных по российским финансовым инструментам. НДЦ как член Ассоциации национальных нумерующих агентств (ANNA) принимает участие в развитии стандартов ISO 6166 и ISO 10962.

• Развивать использование центральных контрагентов (ССР).

Группа ММВБ создает Национальный клиринговый центр. Планы достаточно агрессивны, но выполнимы: сделать создаваемую клиринговую организацию до конца этого года и в течение 2007 г. запустить, по крайней мере, первый этап современной технологической платформы, соответствующей всем стандартам международной практики. Разрешить кредитование ценными бумагами. К сожалению, этот аспект деятельности имеет законодательные ограничения, однако мы надеемся, что изменения в законодательстве будут приняты.

НДЦ В ЦИФРАХ



- Количество операций — 1,115 млн шт. за 2005 г. (+19% за 2006 г.)
- Операционный доход за 2005 г. — 578,7 млн руб.
- Оборот в 2005 г. — 14,8 трлн руб. (519,5 млрд долл.)
- Активы на хранении — 2 357 млрд руб. (87,35 млрд долл.), +33,21*
- Собственный капитал 708,3 млрд руб. (I кв. 2006)
- Ценных бумаг — 83,8 млрд шт. (+66,53%*)
- Выпусков ценных бумаг — 1513 шт. (+6,7%*)
- Эмитентов — 421*
 - Акции 359 (+7,5%*)
 - Корпоративные облигации — 272 (+8,37%*)
 - Муниципальные и субъектов Федераций 49 (0%*)
 - Паи — 39 (+8,33%*)
- Клиенты — 688 (на январь 2006 г.)
- Количество операций — 1,115 млн шт. за 2005 г. (+19% за 2006 г.)

* Данные на 31.05.2006 г. в сравнении с 30.12.2005 г.

нальном. Это глобализация, а в нашем случае консолидация, укрупнение, объединение инфраструктуры. Это стандартизация. Но если Европа решает вопрос о межнациональной стандартизации и о введении стандартов на достаточно сложные операции, например на корпоративные действия (на документооборот, связанный с такого рода операциями), то мы обсуждаем совместно с профессиональным сообществом условия стандартизации базовых операций, которые выполняются на финансовых рынках. Затем перейдем (или параллельно перейдем) к стандартизации более сложных документов. При этом электронный документооборот рассматривается как гарантия быстрой перерегистрации прав собственности и одно из условий прозрачности рынка.

Развитие инфраструктуры определяется несколькими важнейшими факторами. Один из них, и, наверное, базовый, — это требования клиентов, которые постоянно растут. Потребность увеличивать эффективность инвестиций приводит к расширению состава услуг

структура финансового рынка должна предоставлять эмитентам конкурентные условия при размещении ценных бумаг. Хочу отметить, что и регулятор старается обеспечивать законодательную защиту: даже если часть акций размещается за рубежом, IPO проводится параллельно и в России.

Каковы общие актуальные направления развития глобальной и, соответственно, российской инфраструктуры?

В первую очередь это совершенствование взаимодействия основных участников рынка, снижение рисков и совершенствование управления системой расчетов и клиринга. Это первые три задачи, сформулированные международными органами по развитию инфраструктуры — Группой Дживаннини и Группой 30-ти. В России добавляются еще две исключительно важные проблемы — совершенствование законодательства и стандартизация. Систематизируем достижения НДЦ по инициативам и задачам, поставленным для международных инфраструктурных организаций.



- Автоматизировать и стандартизировать процессы обслуживания активов, включая корпоративные действия.

Нам уже в этом году на примере Газпрома удалось запустить автоматизированные электронные сборы списков. В рамках модернизации технологической платформы НДЦ внедряет международные стандарты корпоративных действий — это одно из важнейших направлений. Почти полтора года назад мы поставили перед собой задачу и получили поддержку наших акционеров на модернизацию нашей технологической платформы. Продукт *Tata Consultancy Services*, который мы выбрали, полностью соответствует требованиям, предъявляемым международными рынками к центральным расчетным депозитариям. В результате кастомизации он будет также соответствовать сложившейся практике российского рынка; мы рассчитываем до конца года первую фазу новой платформы запустить в промышленную эксплуатацию. Несмотря на то что он требует больших ресурсов, это, наверное, один из самых интересных наших проектов.

ЗАДАЧА 2. СНИЖЕНИЕ РИСКОВ

- Обеспечить финансовую надежность провайдеров клиринговых и расчетных услуг.

Советом директоров НДЦ принято стратегическое решение о наращивании собственного капитала НДЦ до 1,5 млрд руб. за 4 года, т. е. к 1 января 2010 г. Этот уровень соответствует среднему уровню капитализации центральных депозитариев Европы. При этом, замечу, в I кв. 2006 г. капитализация НДЦ составляла 708,3 млн руб. Обозначенный уровень капитализации будет гарантией для профессионального сообщества, что оно имеет дело с серьезной инфраструктурной организацией. Также Национальный депозитарный центр застрахован Ингосстрахом на 10 млн долл., а перестрахован *Lloyds*.

- Усилить контроль за рисками для участников клиринга и расчетов.

Совсем недавно, в апреле—мае 2006 г., весьма авторитетная международная организация *Thomas Murray* провела комплексное исследование рисков Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр». Анализировалась целая группа факторов: перерегистрация прав собственности, ликвидность, риски контрагентов, финансовая надежность, операционная деятельность и уровень обслуживания. По итогам аудита *Thomas Murray* присвоил НДЦ рейтинг Центрального депозитария А+. НДЦ дово-

лен работой с *Thomas Murray* в рамках проекта по присвоению рейтинга Центрального депозитария. Методология компании по присвоению рейтинга помогла нам всесторонне оценить наш бизнес и операционные процессы, а также позволила обозначить области, на которые в будущем надо будет обратить внимание для дальнейшего снижения рисков. Рейтинг А+ является индикатором нашего прогресса в развитии бизнеса за последние годы. Мы уверены, что рейтинг *Thomas Murray*, признанного независимого эксперта, также станет платформой для дальнейших шагов НДЦ на пути повышения его конкурентоспособности как с точки зрения регулятора, так и клиентов.

- Обеспечить синхронную перерегистрацию прав и перевод денежных средств (DVP).

НДЦ, как расчетный депозитарий, и расчетная палата ММВБ, как платежный контрагент, предоставляют услугу ППП для внебиржевого рынка. И надо сказать, она очень востребована. Наши депоненты используют ППП в основном для проведения операций по акциям — за май 2006 г. это почти 96% по количеству и 80% от объема сделок. От общего количества переводов по акциям между счетами депонентов, включая переводы между депозитарными счетами, количество сделок на условиях ППП составило почти 20%.

- Предусмотреть систему мер по снижению вероятности и возобновлению работы в случае сбоев в работе системно важных учреждений и обеспечить эффективную непрерывность бизнеса и план устранения непредвиденных обстоятельств.

Gartner провел аудит операционной деятельности НДЦ и пришел к заключению о надежности НДЦ, которая была оценена как 99,98%. Немногие инфраструктурные институты в мире могут похвастаться таким показателем.

ЗАДАЧА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ УПРАВЛЕНИЯ СИСТЕМОЙ РАСЧЕТОВ И КЛИРИНГА

- Обеспечить ввод в состав Совета директоров НДЦ людей, имеющих соответствующий управленческий опыт, обеспечить эффективность органов управления.

В прошлом году в НДЦ был сформирован Совет директоров, в котором более 50% голосов отдано участникам рынка (притом что доля участников рынка в Партнерстве составляет 7,52%), доля же учредителей ниже 50%. Таким образом, мы привлекли крупнейших клиентов НДЦ

(это ведущие российские и зарубежные кастодиальные банки) к участию в управлении компаний и обеспечили демократизацию принятия решений. Совету директоров делегировали широкий круг полномочий, в частности, по тарифно-бюджетной политике, чтобы гарантировать справедливый доступ к системам клиринга и расчетов по ценным бумагам. Кроме того, в рамках развития расчетного депозитария, играющего центральную роль в инфраструктуре, мы планируем начать крупный проект с одной из известных консультационных компаний по совершенствованию системы управления и доведению ее до международных стандартов, в первую очередь с точки зрения формирования органов управления. Ну и забота об интересах акционеров — это святое.

Итак, еще раз кратко сформулирую наши первоочередные задачи

Во-первых, это снижение рисков на российском рынке ценных бумаг (в том числе риска утраты собственности, неисполнения обязательств по сделкам). Во-вторых, ускорение сроков расчетов по операциям с ценными бумагами до (T+0) — (T+3). Эта задача решается только через применение электронного документооборота, в первую очередь, между расчетными депозитариями и регистраторами. В-третьих, обеспечение эффективности системы взаимодействия участников расчетов и клиринга. И, в-четвертых, повышение эффективности раскрытия информации о владельцах ценных бумаг и проведения корпоративных действий.

Все это должно обеспечить конкурентоспособность российского финансового рынка за счет лучшей защиты прав собственности на ценные бумаги; повышения ликвидности российского рынка ценных бумаг и обеспечения условий для проведения первичного размещения ценных бумаг российскими эмитентами. ■



Алан Мейерс

Директор, глава по развитию отношений
в странах Северной и Восточной Европы, Клирстрим

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ И РОССИЙСКОГО РЫНКА: НАСТОЯЩЕЕ И БУДУЩЕЕ¹

В качестве предисловия я бы хотел снова кратко представить Клирстрим и рассказать о той роли, которую он играет внутри компании «Дойче Бёрзе».

Как многие из вас уже знают, мы оказываем услуги по расчетам и последующему доверительному хранению ценных бумаг. Эта функция является завершающей в процессе заключения сделки. Мы органично вошли в структуру главной немецкой биржи и играем не только роль Международного депозитария, но и выполняем функции Центрального депозитария Германии и Люксембурга.

Если попытаться сравнить деятельность Клирстрим Люксембург в качестве Международного депозитария и деятельность Клирстрим Франкфурт в качестве Центрального депозитария, то я бы отметил, что Клирстрим Франкфурт обслуживает немецкие банки (400 клиентов), Клирстрим Люксембург — 2500 клиентов из 98 стран. Франкфурт принимает на обслуживание немецкие акции и облигации. В Люксембурге мы в основном работаем с еврообондами, хотя также обслуживаем и акции, и облигации внутренних рынков, и все более растущее количество ПИФов. Франкфурт оказывает базовые услуги по доверительному хра-

нению. Люксембург предоставляет не только базовые кастодиальные услуги, но и ряд дополнительных услуг, таких как, например информация о режиме налогообложения обслуживаемых рынков, ведение обеспечения.

По данным на 31 марта 2006 г. общая сумма принятых на хранение бумаг составляет 9,1 трлн евро. Ежедневно рассчитывается более чем 160 тыс. поручений; 42 депозитарных моста позволяют клиентам Клирстрима беспрепятственно выходить на локальные рынки.

Установление подобного «моста» — процедура трудоемкая. После подробного анализа ситуации на интересующем нас рынке мы отбираем кандидатов на роль нашего локального кастодиана. Локальным агентом становится банк, наиболее соответствующий нашим критериям. После установления «моста» мы регулярно контролируем работу локального агента и следим за адекватностью его расценок.

Последним депозитарным «мостом» Клирстрима является «мост» с Россией, установленный 18 мая 2006 г. Связь с рынком производится через нашего локального агента «Дойче Банк Москва». К сожалению, мы не смогли открыть счет номинального держателя, поскольку этот

концепт пока отсутствует в России. Все бумаги как бы принадлежат Клирстриму. Расчеты производятся по принципу «поставка без платежа» (эта ситуация может измениться, как только рубль станет конвертируемым). Но если бумаги уже находятся в Клирстриме, сделка между двумя контрагентами Клирстрима может быть рассчитана в любой конвертируемой валюте по принципу «поставка против платежа». На данный момент мы принимаем на обслуживание облигации Минфина России, а также 54 наиболее ликвидные акции с регистраторами, находящимися в Москве. Список бумаг может только увеличиваться.

Я уже упомянул, что выход на локальный рынок является трудоемким процессом. Его значительно облегчает наличие эффективной рыночной инфраструктуры, элементами которой являются:

- наличие центрального регистратора;
- четкие правила подтверждения собственности (как, например, дата закрытия реестра);
- единый источник информации о корпоративных действиях;
- Центральный депозитарий;
- концепт счета номинального держателя;

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



- единое нумерующее агентство;
- проведение расчетов в режиме реального времени;
- правила, регулирующие первичный рынок.

К сожалению, в России на данный момент отсутствуют многие из вышеперечисленных элементов. Основным «злом» инфраструктуры российского рынка, конечно же, является отсутствие Центрального депозитария. Но прогресс был уже достигнут во многих областях. Примерами служат утверждение НДЦ в качестве единого нумерующего агентства или постепенное внедрение ЭДО на рынке. Хочется также упомянуть тот факт, что российский рынок в основной массе бездокументарный, а это, безусловно, представляет положительный пример для других стран.

Существующая структура рынка России, по сути, довольно близка к структуре рынка Германии (мы, конечно же, сравниваем Россию с рынком, который мы знаем лучше всего). В Германии Центральный депозитарий Клирстрим Франкфурт обслуживает торговые площадки и одновременно служит передаточным звеном по отношению к регистраторам и национальному нумерующему агентству. Нумерующее агентство WM в свою очередь является единым источником по корпоративным действиям.

В России, безусловно, не хватает Центрального депозитария. Эту функцию прекрасно мог бы исполнить НДЦ, который уже играет роль нумерующего агентства. И если при этом у него была бы возможность для наиболее ликвидных бумаг открывать единые счета для своих клиентов у регистраторов, рынок бы только выиграл в эффективности.

Что касается мировой финансовой индустрии в целом, то если принять во внимание и требования регуляторов (Базель II), и общие тенденции рынков (концентрация и централизация расчетов, концентрация и централизация глобальных кастодианов), то можно прийти к выводу, что на данный момент финансовые рынки нуждаются:

- в уменьшении рисков;
 - в эффективном ведении обеспечения;
 - в увеличении эффективности.
- В целом если коснуться вопроса, какие темы наиболее популярны сейчас в Европе, то ими, без сомнения, будут:
- что лучше: вертикальная модель или горизонтальная;
 - что лучше: коммерческая компания или структура, принадлежащая участникам рынка;
 - что лучше: здоровая конкуренция или одна общая структура для всех пользователей?

Модель «Дейче Бёрзе» даже если и похожа на вертикальную модель, по сути, таковой не является. Подход к нашей системе открыт для всех участников рынка, так же как и в Евроклире.

Клирстрим внимательно следит за новыми тенденциями рынка, следует рекомендациям регуляторов и делает все возможное для удовлетворения требований своих клиентов.

Так, например, мы уделяем особое внимание ведению обеспечения при трехстороннем РЕПО, программе кредитования ценными бумагами (ASL), четырехстороннем РЕПО. Мы стараемся внести наш «посильный» вклад в увеличение общей рыночной эффективности. Примерами здесь могут служить: дневной «мост» с Евроклиром, наша программа взаимодействия с клиентами в режиме реального времени *Creation Online*, программа для расчетов ПИФов *Vestima+*.

В качестве заключения я бы хотел сказать, что все наши усилия направлены на увеличение эффективности. И мы будем счастливы поделиться накопленным опытом с нашими российскими партнерами. ■

ПРЕСС-РЕЛИЗ

Совет директоров НДЦ назначил аудитора и снизил тарифы за хранение акций на 20%

4 июля 2006 г. состоялся Совет директоров НДЦ. Аудитором НДЦ по РСБУ (Российским стандартам бухгалтерского учета) и МСФО (Международным стандартам финансовой отчетности) назначена аудиторская компания «Делойт и Туш СНГ». Также на заседании было принято решение о снижении тарифов за хранение и/или учет прав на акции на 20% от действующего уровня для всех диапазонов стоимости остатков ценных бумаг, в т. ч. ставки, установленной для междепозитарных счетов депо Держателей, выполняющих функции расчетного депозитария.

По словам Директора НДЦ **Николая Егорова**, «решение о снижении тарифов является плановым, соответствует стратегии НДЦ, а также учитывает

предварительные финансовые результаты 1 полугодия 2006 г. Мы исходим из того, что ожидаемое снижение доходов от изменения тарифов в сегменте акций будет компенсировано дополнительными доходами от роста объемов предоставляемых услуг».

Кроме того, в связи с развитием корреспондентских отношений с центральными депозитариями стран СНГ и для целей тарификации обслуживания новых финансовых инструментов Совет директоров утвердил тарифы оплаты услуг НДЦ, связанных с обслуживанием ценных бумаг, учитываемых в центральных депозитариях стран СНГ.

Новые тарифы оплаты услуг НДЦ будут введены в действие в порядке, установленном депозитарными договорами.

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



АЛЕКСЕЙ ФЕДОВ

вице-президент, Начальник управления ценных бумаг,
ЗАО «Ситибанк»

КАСТОДИАЛЬНЫЕ УСЛУГИ В РОССИИ: ВКЛЮЧЕНО ЛИ УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ?¹

Данная статья является кратким конспектом моего выступления на конференции «РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ИНФРАСТРУКТУРА И ОПЕРАЦИИ» в июне 2006 г. в Москве. Она ни в коей мере не претендует на роль научного и точного документа, может содержать ряд соображений спорного характера и публикуется с целью открыть дискуссию по данной теме.

РОССИЙСКИЕ РЕАЛИИ

Как я уже упоминал на предыдущей конференции IIR в Москве, российское законодательство с формальной точки зрения не признает понятие «кастоди» и «кастодиана». Наше законодательство базируется на так называемой «депозитарной» модели. Данная модель рассматривает кастодианов в качестве таких же институтов, как «депозитарии», и даже приписывает им функции регистраторов. Различия между ЗАО «Ситибанк», действующего в качестве кастодиана, и, например, ЗАО «ДКК» или НП «НДЦ», действующих в качестве депозитариев, законодательство не видит.

Более того, наше законодательство рассматривает «депозитарную» деятельность исключительно как «учетный» процесс, который включает в себя:

- учет и/или хранение ценных бумаг;
- осуществление операций с ценными бумагами по счетам депо.

При этом денежные операции не рассматриваются в качестве неотъемлемой составляющей кастодиальной деятельности или услуг, и тот факт, что ценные бумаги без денежных средств появиться не могут, игнорируется.

И наконец, депозитарии и регистраторы в России рассматриваются в качестве части так называемой «системы учета» (нечто близкое к государственной функции). В то время как на развитых рынках

роль кастодиана близка к «фидуциарной», или доверительному управлению, и кастоди является частью инвестиционного процесса (и включает все типы активов клиента), в России кастоди все еще рассматривается как «учет», как часть «системы учета» и включает только ценные бумаги.

В отличие от ряда рынков развитых стран, российское законодательство требует, чтобы «депозитарии» получали лицензии и разрешает только лицензированным депозитариям становиться номинальными держателями в отношении клиентских ценных бумаг. Денежные средства клиентов при этом странным образом не являются частью кастодиальных клиентских активов, и операции с ними требуют наличия отдельной банковской лицензии. Таким образом, в России банковские счета и счета ценных бумаг искусственно разделены.

Отдельного упоминания требует то, что в России денежные средства клиентов не могут находиться в номинальном держании. В силу этого ценные бумаги клиентов находятся на счетах номинального держания, а денежные средства, принадлежащие этим же клиентам, не включены в номинальное держание.

Заслуживает внимания и тот факт, что ценные бумаги клиентов в России сегрегированы от собственных средств российских кастодианов (они учитываются в забалансовом учете), в то время как денежные средства этих же клиентов могут быть

востребованы кредиторами последнего, так как они находятся на балансе банка.

И наконец, нормативные акты и законы, регулирующие банковскую и кастодиальную деятельность, в России не совпадают и имеют весьма существенные различия.

В результате всего того, что было сказано ранее:

- кастодианы в России обязательно должны быть банками, чтобы оказывать полный перечень кастодиальных услуг;
- открытие счетов депо и денежных счетов происходит с использованием различных процедур, документов и занимает разное время (счет депо можно открыть в течение нескольких дней, в то время как открытие банковского счета нерезиденту может занять несколько месяцев);
- клиентские активы, составляющие единое целое на развитых рынках, в России оказались искусственно разделены на денежные средства и ценные бумаги;
- клиенты кастодианов в России вынуждены принимать более высокий риск на кастодианов в отношении денежных средств по сравнению с ценными бумагами, так как денежные средства могут быть востребованы кредиторами в случае банкротства банка/кастодиана;
- в то время как денежные «брокерские» счета существуют, кастодиальные денежные счета отсутствуют как класс, заставляя кастодианов использовать для учета денежных средств близкие по свое-

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



му экономическому смыслу счета в расчетных системах;

- в некоторых случаях расчеты в отношении денежных средств в России требуют отдельной инструкции клиента и не могут быть инициированы единой расчетной инструкцией, как это принято на развитых рынках (например, сообщением SWIFT MT54X, которое иницирует расчеты сразу и по денежным средствам, и по ценным бумагам);

- нерезиденты РФ, которые используют SWIFT в качестве средства связи для передачи инструкций в отношении денежных счетов и которые не применяют бумажные носители для передачи таких инструкций в банк, тем не менее вынуждены предоставлять архаичные карточки подписей в формате ЦБ РФ вместо общепринятых в банковской среде альбомов подписей. Нотариальное заверение и апостилирование карточек не добавляют энтузиазма таким клиентам;

- сроки приема инструкций в отношении денежных средств и ценных бумаг часто различаются, тем самым вызывая недовольство клиентов;

- рублевые платежи проходят в «пакетном» (порейсовом) режиме, а не в реальном времени, как во многих развитых странах;

- дебетовые остатки по счетам нерезидентов не разрешены;

- мультивалютных счетов не существует в природе;

- кредитование в форме ценных бумаг невозможно, в том числе и из-за невозможности залога или залога денежных средств;

- стандарты рублевых платежных инструкций не соответствуют на 100% стандартам SWIFT, и это является препятствием к сквозной автоматической обработке таких инструкций (STP), ограничивая конкурентоспособность кастодианов в части времени приема и исполнения поручений;

- ограниченный выбор рублевых инвестиционных инструментов для нерезидентов заставляет их держать денежные средства за пределами России.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ. КАКОВЫ ТРАДИЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ?

Как правило, иностранные инвесторы ожидают следующего:

- иметь единый счет для хранения и учета разных видов активов, т. е. счет, который позволял бы хранить как денежные средства, так и ценные бумаги. Таким образом, кастодиан действует как хранитель и денежных средств, и ценных бумаг;

- мультивалютные денежные счета;

- полный комплект услуг, предоставляемый как банковскими, так и небанковскими финансовыми институтами в отношении и денежных средств, и ценных бумаг;

- открытие денежных счетов и счетов в ценных бумагах в рамках единого процесса в течение разумно коротких сроков;

- требования к пакету документов, необходимых для открытия денежных счетов и счетов ценных бумаг должны быть одинаковыми и соответствовать международным стандартам;

- инструкции на перевод денежных средств и ценных бумаг должны иницироваться одним типом SWIFT-сообщения (например SWIFT MT54X);

- автоматическая переброска остатков с денежного счета на конец дня (*end of day sweep*) для размещения в инвестиционные инструменты овернайт;

- контрактная выплата доходов и дивидендов по ценным бумагам;

- возможность использовать полный спектр стандартных видов SWIFT-сообщений для переводов рублевых денежных средств;

- исполнение рублевых переводов на основании стандартных сообщений SWIFT в рамках 100%-ной сквозной автоматической обработки платежей;

- кредитные линии: *intra-day* (внутридневные)/*overnight* (ночные) превышения лимитов по текущим счетам;

- кредитование ценными бумагами под обеспечение денежными средствами или ценными бумагами;

- осуществление переводов в рублях в реальном времени;

- инвестиционные инструменты в отношении денежных остатков, например:

- выплата процентного дохода на остаток, размещение на овернайт-депозит и пр.);

- долгосрочные депозиты;

- пролонгирование предельных сроков подачи распоряжений и инструкций в отношении денежных средств, которые были бы приближены к таковым на фондовом рынке;

- кредитование денежными средствами для расчетов по DVP (ППП) сделкам.

ЧТО МОЖНО БЫЛО БЫ УЛУЧШИТЬ ИЛИ ИЗМЕНИТЬ В КРАТКОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ ?

Несмотря на то что все улучшения не могут произойти молниеносно, особенно по причине отсутствия в России Центрального депозитария и необходимости внесения поправок в существующее законодательство, недавнее снятие ограничений

в области валютного контроля, анонсированное Центральным банком России, очень воодушевляет.

В качестве небольших и, возможно, осуществимых в ближайшем будущем изменений может быть предложено следующее:

- возможность предоставления нерезидентами в российские банки альбомов образцов подписей для счетов, управляемых по SWIFT вместо карточек в формате ЦБ РФ;

- специальные денежные счета для учета средств, находящихся в расчетных системах на счетах кастодианов (подобно брокерским счетам);

- рублевые переводы в режиме реального времени;

- последующее развитие интеграции между платежными системами Центрального банка России и стандартами SWIFT с целью приближения российских стандартов к международным;

- контрактная выплата доходов и дивидендов по ценным бумагам;

- возможность превышения лимитов по текущим счетам нерезидентов (дебетовые остатки по счетам);

- расширение перечня рублевых инвестиционных инструментов для нерезидентов.

Некоторые инициативы «Ситигрупп», направленные на улучшение рынка и расширение перечня кастодиальных услуг в России:

- с начала 2006 г. «Ситигрупп» предлагает своим кастодиальным клиентам расчеты по сделкам в долларах США по системе DVP (ППП) через *Citibank New York* и ДКК (Депозитарно-Клиринговую Компанию). Целый ряд наших глобальных клиентов находятся в процессе открытия денежных счетов в *Citibank New York* и в скором времени начнут осуществлять операции;

- в дополнение к богатому опыту «Ситигрупп» в области *CLS (continuous linked settlement)* на развитых рынках «Ситигрупп» ведет переговоры с Московской межбанковской валютной биржей (ММББ) по проекту *Domestic Linked Settlement (DLS)*;

- начиная с 2005 г. «Ситигрупп» предлагает международным брокерам/дилерам и их российским подразделениям биржевой клиринг и расчеты в России (*borderless banking*). Два проекта в этой области уже успешно запущены, и еще целый ряд находится в разработке;

- «Ситигрупп» пристально следит за развитием проекта по созданию в России Центрального депозитария, готова принять непосредственное участие в его разработке вместе с российскими регуляторами и будет рада объединить усилия с другими участниками рынка для активной работы в этом направлении. ■



СЕРГЕЙ БЕРЕЖНОЙ

Директор, начальник депозитарного управления
ООО «Дойче Банк»

КОМПЛЕКСНОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ КЛИЕНТОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ДЕПОЗИТАРНЫХ УСЛУГ ЧТО МОЖЕТ И ДОЛЖЕН ПРЕДЛАГАТЬ КАСТОДИАН ПОМИМО БАЗОВЫХ ДЕПОЗИТАРНЫХ УСЛУГ?¹

Value added services — довольно устойчивый оборот в маркетингово-рекламном контексте, и все знают, хотя бы примерно, что это означает. Но при этом вряд ли смогут сходу перевести это на русский язык. Мой коллега, пытаясь найти адекватный перевод этого выражения, нашел на одном из форумов в Интернете интересное высказывание: «Как правило, реальное содержание этой фразы близко к нулю, связь с экономическим содержанием понятия *value added* весьма отдаленная (хотя бы потому, что это просто тавтология, так как абсолютно любая платная услуга несет в себе эту самую *value added*). То есть, по существу, это просто комплимент услуге, выраженный нарочито “умно”. Почти полный аналог советских оборотов с эффективностью и качеством.

Поэтому при переводе следует писать о таких услугах что-либо хорошее на свободную тему, типа “высокоэффективные”, “ценные” и т.п. услуги.

Тем не менее, я предпочту дать следующий перевод этого выражения на русский язык: «комплексное обслуживание клиентов».

Для того чтобы определить, в чем состоит комплексность обслуживания на российском рынке ценных бумаг, давайте рассмотрим два аспекта:

- что представляют собой базовые услуги и что является дополнением к этим базовым услугам;

- что ожидают российские и иностранные клиенты от кастодианов на этом рынке.

Ответив на эти вопросы, мы сможем увидеть, что кастодиан может и должен

предлагать помимо базовых депозитарных услуг.

Итак, к базовым услугам на российском рынке ценных бумаг можно отнести следующие довольно стандартные услуги, которые как иностранные, так и российские инвесторы ожидают от кастодианов и депозитариев:

- хранение ценных бумаг и обеспечение сохранности этих бумаг;
- расчеты по сделкам с ценными бумагами всех типов;
- обслуживание всех видов корпоративных событий, которые в основном сводятся:
 - к получению дивидендов и другого дохода по ценным бумагам, конвертации и репатриации дивидендов и доходов для иностранных клиентов;

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



- к участию в собраниях акционеров от имени клиента;
- к обслуживанию сплитов, консолидаций, бай-бэков и дополнительных эмиссий;
- перерегистрация прав собственности (поездки по реестрам с целью проведения перерегистрации прав на ценные бумаги);
 - понятная и полная отчетность;
 - всевозможные сверки с целью предупреждения или выявления несоответствий между записями на счетах клиентов и записями в реестрах.

Многие из вышеозначенных услуг стали базовыми совсем недавно, ряд из них отсутствует на других рынках и является базовым только ввиду специфики российского фондового рынка, как, например, перерегистрация прав собственности через реестры.

Мы не будем вдаваться в детальное описание базовых депозитарных услуг, так как они являются очевидными и всем давно и хорошо известными. Вместо этого давайте попробуем разобраться в том, что еще, кроме вышеозначенных услуг, является востребованным на нашем рынке. Для этого давайте рассмотрим его инфраструктуру и определим некоторую специфику нашего рынка.

Итак, российский рынок ценных бумаг начал зарождаться с запуском приватизации в начале 90-х годов прошлого века. За более чем 10-летнюю историю рынок сформировал определенную инфраструктуру, которая более или менее способна поддерживать жизнеспособность этого рынка. Вот краткое описание того, что мы имеем на сегодняшний день: 7 бирж, свыше 1440 брокеров, 5 депозитариев, свыше 740 кастодианов, свыше 70 регистраторов.

Эта структура обладает следующими особенностями:

- чрезмерно большое количество участников рынка, гораздо большее, чем рынку необходимо;
- отсутствие единого места торговли;
- отсутствие Центрального депозитария и, как результат, фрагментированность расчетов и привязка определенных ценных бумаг к определенным местам расчета.

К этому нужно добавить еще пару моментов, таких как:

- отсутствие обязательного требования по расчетам на основе доставки против платежа в рублях (за исключением сделок, заключенных на ММВБ);
- отзывность депозитарных инструкций и невозможность открытия денежных эскроу-счетов;
- непризнание концепции иностранного кастодиана (*foreign nominee*);

- несоответствие существующих депозитариев критериям Американской Комиссии по ценным бумагам 17f-5 и 17f-7;
- офшорная природа рынка;
- сложная процедура по избежанию двойного налогообложения;
- отсутствие централизованного источника информации о корпоративных событиях.

Если мы посмотрим на эти особенности, то мы увидим, что риски нашего рынка достаточно велики: это предрасчетный и расчетный риски, которые всегда присутствуют, если нет доставки против платежа, поскольку рассчитываться нужно на условиях предоплаты или предпоставки. Это кредитный риск контрагента, усугубляемый тем, что ввиду необходимости перерегистраций через реестр расчеты могут длиться по несколько дней.

Кроме этого, велики и операционные издержки, потому что инвесторам необходимо иметь доступ ко всем существующим торговым площадкам и расчетным центрам. Стоимость перерегистраций в реестрах может достигать до 24 базисных пунктов от стоимости сделки и даже выше.

Казалось бы, большинство этих проблем, особенно тех, которые связаны с дороговизной и длительностью перерегистраций, можно было бы решить за счет вывода ценных бумаг в существующие депозитарии. Однако не стоит забывать, что, во-первых, большому количеству иностранных инвесторов, таких как американские, канадские и некоторые европейские пенсионные фонды, которые являются самыми крупными инвесторами в мире, запрещено пользоваться депозитариями или кастодианами, которые не соответствуют требованиям Американской Комиссии по ценным бумагам 17f-5 и 17f-7. Поэтому они не могут держать свои бумаги в ДКК или НДЦ. А значит, каждый раз, покупая или продавая ценные бумаги, они вынуждены платить высокие тарифы регистраторов. Во-вторых, даже те инвесторы, которые пользуются депозитариями, не могут избежать платы за перерегистрацию, когда бумаги перемещаются между депозитариями («мост», существующий между ДКК и НДЦ, не есть панацея, потому как существуют акции Газпрома, которые в основном хранятся в Газпромбанке).

Суммируя все вышесказанное по поводу рисков на российском рынке ценных бумаг, обусловленных его инфраструктурой, можно сделать вывод, что при хорошем подходе у местных кастодианов работы непочатый край. А следовательно, они обладают практически неограниченными возможностями по разра-

ботке и внедрению дополнительных и высокоэффективных услуг, так называемых *value added services*.

Давайте попробуем определить спектр этих услуг с точки зрения инвестора, вкладывающего денежные средства в российские ценные бумаги. Я попытаюсь сформулировать те сферы, которые, очевидно, требуют дополнительных усилий кастодианов с тем, чтобы существенно исправить недостатки инфраструктуры и снизить риски при работе с российскими ценными бумагами для иностранных и местных инвесторов:

- во-первых, это расчеты и связанная с ними минимизация предрасчетных и расчетных рисков и рисков на контрагента;
- во-вторых, это возможность хранения и проведения расчетов по иностранным ценным бумагам, так называемые услуги глобального хранения. Эти услуги становятся возможными при наличии доступа в Евроклир и ДТС и при наличии широкой агентской сети, которая позволяет предоставить инвесторам доступ к различным иностранным рынкам ценных бумаг;

- в-третьих, это услуга, связанная с предоставлением возможности платить налоги в соответствии со ставками, утвержденными договорами об избежании двойного налогообложения;

- в-четвертых, это выпуск разного рода информационных бюллетеней, содержащих информацию о событиях на рынке и корпоративных событиях;

- в-пятых, это лоббистская деятельность по улучшению инфраструктуры рынка ценных бумаг, участие в инфраструктурных организациях с целью оказания влияния на развитие рынка ценных бумаг;

Эти услуги и можно назвать дополнительными услугами, или *value added*, услугами, а предоставление этих услуг вместе с базовыми услугами — комплексным обслуживанием клиентов.

Давайте подробнее остановимся на этих дополнительных услугах.

Расчеты и связанная с ними минимизация предрасчетных и расчетных рисков и рисков на контрагента.

Рассмотрим лишь один аспект этого вопроса, а именно: обеспечение расчетов по крупным сделкам, связанным с перемещением крупных, нередко контрольных, пакетов акций. Речь пойдет о рынке слияний и поглощений.

В последнее время отличительной чертой российского рынка ценных бумаг стало постоянное увеличение количества сделок, связанных со сменой корпоративной структуры, т. е. тех сделок, которые относятся к сфере слияний и поглощений. К таким сделкам относятся, в пер-



вую очередь, корпоративные консолидации, формирование холдинговых структур и промышленных групп, переход на единую акцию.

Только за прошлый год на рынке произошло около 600 сделок по слиянию и поглощению, рынок вырос на 50% и достиг примерно 40 млрд долл. В этом году количество сделок продолжает расти. Этот рынок увеличивается.

Сделки по слиянию и поглощению являются довольно специфическими. На первое место выходят вопросы конфиденциальности и нахождения надежной независимой третьей стороны, которая смогла бы обеспечить достаточную степень комфорта всем участникам таких сделок, ведь нередко речь может идти о сделках стоимостью в миллиарды долларов. В таких сделках нужно максимально снизить чрезмерные риски контрагентов друг на друга и провести нестандартные расчеты, очень часто в несколько этапов и с применением всякого рода залогов.

Такой независимой третьей стороной может выступать кастодиан. В его функции входит разработка такой системы расчетов, которая предусматривает не только передачу бумаг против передачи денег, но и предоставляет возможность решить без потерь все проблемы в случае дефолта одной из сторон.

Кроме этого, кастодиан в состоянии обеспечить достаточную степень конфиденциальности за счет того, что ценные бумаги перерегистрируются в его номинальное имя и вся сделка проходит в его книгах без вовлечения третьих лиц.

В таких сделках речь идет не просто о расчетах по принципу доставки против платежа, а о разработке индивидуальной для каждой сделки схемы и гарантировании расчетов, которые могут быть растянуты во времени, проводиться оффшорно за пределами РФ в долларах США и осложнены разного рода залогом.

Для таких сделок Дойче Банк использует несколько схем, говоря о которых следует помнить два юридических момента: отзывность депозитарных инструкций и невозможность открытия денежных эскроу счетов в Российской Федерации. Именно отсутствие возможности обеспечения безотзывности депозитарных инструкций и открытия денежных эскроу счетов приводит к необходимости разработки различных схем для так называемых кондициональных расчетов, при которых для перемещения бумаг необходимо наступление некоторого события или условия.

Первая схема, используемая Дойче Банком, — это организация расчетов по принципу доставки против платежа с ис-

пользованием ценнобумажных и денежных счетов, открытых у кастодиана.

В случае если оба контрагента открывают ценнобумажные и денежные счета у одного кастодиана, такой кастодиан может обеспечить расчеты по принципу доставки против платежа. При этом клиенты могут либо физически находиться в офисе кастодиана, либо предоставить инструкцию на осуществление расчетов по принципу доставки против платежа. Это довольно простая схема, очень прозрачная и безрисковая. К сожалению, ввиду оффшорности нашего рынка схема эта очень редко встречается. Гораздо чаще возникают ситуации, когда ценные бумаги перемещаются на счетах, открытых у одного кастодиана, а денежные расчеты происходят в долларах США напрямую между контрагентами.

В этом случае кастодиан обеспечивает кондициональные расчеты, при которых ценные бумаги блокируются на счету продавца, и условием для их разблокирования и перевода на счет покупателя является получение подтверждения по СВИФТ либо от банка продавца об отправлении денежных средств, либо от банка покупателя о получении денежных средств.

Второй схемой, используемой Дойче Банком, является организация расчетов через аккредитив. Банк организует такие расчеты двумя способами.

Первый требует наличия, кроме ценнобумажных, денежных счетов. Покупатель выпускает безотзывный покрытый аккредитив в пользу продавца. Дойче Банк блокирует ценные бумаги на счете продавца. Условием перевода денежных средств является перевод ценных бумаг на счет покупателя.

Второй способ не требует открытия денежных счетов, так как аккредитив выпускается через офис Дойче Банка во Франкфурте. В этом случае условием раскрытия аккредитива в пользу продавца является предоставление СВИФТ-сообщения от ООО «Дойче Банк» (Дойче Банк в Москве), подтверждающего перевод ценных бумаг со счета продавца на счет покупателя.

Третья схема — организация расчетов с использованием денежного эскроу счета, открытого в иностранном банке.

Для проведения таких расчетов мы можем использовать лондонский офис Дойче Банка или офисы Дойче Банка, находящиеся в других странах. Это наиболее часто встречающаяся схема, позволяющая провести расчеты в ценных бумагах в Дойче Банке в Москве, а денежные расчеты — в долларах США через другой офис Дойче Банка. При этом у контрагентов нет необходимости открывать денежные счета в РФ.

ООО «Дойче Банк» блокирует бумаги на счете продавца. Покупатель переводит денежные средства на счет Дойче Банка в Москве, открытый в Дойче Банке в Лондоне. После этого ООО «Дойче Банк» осуществляет перевод ценных бумаг со счета продавца на счет покупателя и одновременно инструктирует по СВИФТу Дойче Банк в Лондоне перевести денежные средства на счет продавца.

В качестве альтернативы мы также предлагаем опцию, при которой вместо использования счета ООО «Дойче Банк», открытого в иностранном офисе Дойче Банка, используется настоящий эскроу счет, открываемый таким иностранным банком для покупателя и продавца.

В этом случае ценные бумаги будут заблокированы Дойче Банком в Москве на счете продавца. Условием разблокировки ценных бумаг и перевода их на счет покупателя будет получение СВИФТ-сообщения, подтверждающего релиз денег в пользу продавца.

Четвертая схема позволяет осуществлять разного рода выкупы ценных бумаг посредством расчетов с использованием залогов или закладов.

Выкупы ценных бумаг зачастую сопровождаются финансированием приобретателя, и Дойче Банк в данном случае, помимо проведения расчетов, обеспечивает выполнение всех требований, связанных с финансированием выкупа.

Перед проведением таких расчетов покупатель, продавец и кредитор предоставляют в Банк инструкцию на расчеты. Согласно условиям расчетов Банк осуществляет немедленную блокировку ценных бумаг в пользу кредитора, как только ценные бумаги поступают на счет покупателя. Условием разблокировки бумаг является предоставление в Банк документов, подтверждающих возврат кредита.

При таких расчетах, растянутых во времени, Дойче Банк также обеспечивает отслеживание рыночной стоимости залоговых акций и в случае необходимости пополняет субсчет «Заблокировано в качестве залога» при ценовой волатильности.

А теперь давайте рассмотрим другие услуги, которые, в дополнение к услугам, связанным с минимизацией рисков при расчетах, позволяют сделать обслуживание клиентов комплексным.

Хранение и проведение расчетов по иностранным ценным бумагам, так называемые услуги глобального хранения.

Эти услуги в первую очередь необходимы местным брокерам, которые торгуют иностранными ценными бумагами, например, АДР. С либерализацией рынка паевых и пенсионных фондов (имеется в виду разрешение таким фондами инвест-



тировать в иностранные ценные бумаги) такие фонды станут основными потребителями услуг глобального хранения. И, безусловно, этот рынок достанется тем кастодианам, которые на момент либерализации уже будут обладать возможностью проведения расчетов по сделкам с иностранными ценными бумагами и хранения иностранных ценных бумаг.

В данном случае речь идет не только о международных ценных бумагах, обращающихся в Евроклире или Клирстриме, а и об иностранных ценных бумагах, которые обращаются на своих местных рынках: венгерском, чешском, турецком и т. д. Для организации обслуживания таких бумаг местные кастодианы должны иметь широкую агентскую сеть, позволяющую предоставить инвесторам доступ к различным иностранным рынкам ценных бумаг.

Возможность платить налоги в соответствии со ставками, утвержденными договорами об избежании двойного налогообложения.

Все, кто когда-нибудь сталкивался с освобождением от двойного налогообложения или возвращением налогов, знает, что это непростая задача. Обычная процедура, занимающая не более нескольких минут на развитых рынках, при которой кастодиан нередко возвращает излишек при уплате налога из своих собственных средств до реального получения возмещения из бюджета, превращается в кошмар на российском рынке. Достаточно вспомнить требования, касающиеся текста, который должен быть на Налоговом сертификате: «Данная компания является резидентом такой-то страны в смысле Договора об

избежании двойного налогообложения между РФ и такой-то страной». Добиться такой фразы от налоговых инспекций многих стран практически невозможно, что делает возможность избежания двойного налогообложения очень иллюзорной.

Выпуск информационных бюллетеней, содержащих информацию о событиях на рынке и корпоративных событиях.

Эта услуга является очень важной для клиентов. Ведь при отсутствии единого централизованного источника о корпоративных событиях на рынке информационные бюллетени кастодиана являются наиболее полной картиной того, что происходит на рынке. Подготовка таких бюллетеней требует постоянного мониторинга большого количества печатных и электронных изданий.

Лоббистская деятельность по улучшению инфраструктуры рынка ценных бумаг, участие в инфраструктурных организациях с целью оказания влияния на развитие рынка ценных бумаг.

Кастодиан, как никто другой, лучше всего позиционирован для того, чтобы помочь рынку развиваться в нужном направлении. С одной стороны, он знаком с требованиями и ожиданиями своих клиентов, с другой стороны, он имеет возможность донести эти требования до других участников рынка и регулятора.

Таким образом, только при соединении базовых и дополнительных услуг достигается комплексность в обслуживании клиентов. Перечень дополнительных услуг, рассмотренный в этой статье, не претендует на полноту и всеохватываемость. Это скорее, минимальный обязательный набор услуг, который делает обслужива-

ние комплексным. Возможно, другие кастодианы предоставляют другие услуги, непохожие на наши. В этом, в общем-то, и состоит смысл *value added* услуг, когда каждый добавляет ту *value*, которую считает нужным в конкретное время для конкретного клиента.

ООО «Дойче Банк», например, работает над внедрением определенных продуктов, потому как считает, что они будут востребованы уже в ближайшее время. Во-первых, это интегрированные брокерские и кастодиальные услуги, которые понадобятся тем клиентам, которые хотят оптимизировать документооборот торговых и кастодиальных операций. Этот продукт даст возможность клиенту присылать одну инструкцию в «Дойче Банк», которая будет рассматриваться как заявка на покупку/продажу ценных бумаг, так и инструкция на расчеты.

Во-вторых, это управление ликвидностью и денежными средствами. Мы предполагаем, что распоряжение Президента РФ по поводу конвертируемости рубля будет выполнено, и после первого июля валютное регулирование будет существенно упрощено. Это, наряду с тенденцией на укрепление рубля, позволит клиентам не конвертировать и репатриировать рублевые остатки из страны сразу же, как такие остатки появляются, а оставлять их на территории России, управлять ими и зарабатывать на них дополнительные деньги.

В-третьих, это возможность организации расчетов по принципу доставки против платежа для непрямых участников торгов на ММВБ, что существенно улучшит общий профиль нашего рынка. ■

НДЦ поздравляет с годовщинами плодотворной деятельности

**Балтийский банк, Балтийскую финансовую компанию,
Газпромбанк, Ренессанс Брокер, СПВБ**

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!



НАТАЛЬЯ СИДОРОВА

Начальник депозитарного отдела «ИНГ Банк (Евразия) ЗАО»

ОБСЛУЖИВАНИЕ ВНЕШНИХ И ЛОКАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРНЫХ ОПЕРАЦИЙ¹

Прежде всего, мне хотелось бы поблагодарить организаторов за предоставленную возможность выступить на этой конференции, проведение которой превратилось в добрую традицию и которая продолжает представлять несомненный интерес для участников рынка и инвесторов. По иронии судьбы тема моего выступления остается той же, что и в прошлом году, однако за прошедший год произошли значительные изменения как в инвестиционном климате России, так и в качестве и наборе услуг, предоставляемых российскими депозитариями своим клиентам. Мне хотелось бы осветить происшедшие изменения и взглянуть на тему под несколько другим углом.

ЧЕМ ХАРАКТЕРИЗУЕТСЯ СОВРЕМЕННАЯ СИТУАЦИЯ В РОССИИ?

В отличие от начала 90-х годов, когда в России только появился рынок ценных бумаг, сегодня Россия является совсем другой страной, с более открытой и перспективной экономикой и меньшим количеством рисков для инвесторов. Нынешняя ситуация на российском рынке может быть охарактеризована повышением инвестиционной привлекательности и торговой активности, что вызвано стабильной политической и экономической ситуацией, либерализа-

цией рынка акций Газпрома, а также новыми инициативами регуляторов рынка.

Ожидается, что эти инициативы приведут к большей прозрачности, улучшению корпоративного управления, усилению защиты прав миноритарных акционеров и повлияют на дальнейшее развитие инфраструктуры российского рынка ценных бумаг в соответствии с международным опытом и стандартами. Нововведения и инициативы положительно оцениваются участниками рынка, и *ING* не является исключением.

Все это вызвало значительное оживление у инвесторов и стимулировало их

исследовать, в том числе, и новые возможности рынка.

Снятие ряда законодательных ограничений и дополнительных требований, а также более прозрачная инвестиционная политика открывает инвесторам новые перспективы, позволяет им по-новому взглянуть на те российские инструменты рынка ценных бумаг, которые ранее не считались привлекательными, особенно для иностранных инвесторов.

В связи с этим появились признаки того, что как локальные, так и иностранные клиенты ожидают от местных кастодианов предоставления более широкого спектра продуктов и услуг. Кастодианы

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



стремятся оправдать ожидания своих клиентов, пристально следят за изменениями в законодательной сфере и развитием инфраструктуры рынка и, конечно же, стараются соответствовать всем изменениям.

В депозитарном мире стали заметны новые тенденции. Некоторые провайдеры пересмотрели свои бизнес-модели и основные ключевые направления своей деятельности. Это стало одной из причин ухода некоторых игроков с российского рынка и продажи ими своего депозитарного бизнеса (мы можем вспомнить *CSFB* и *ABN AMRO*). В то же время продолжается борьба за свою долю рынка между существующими депозитариями, которые продолжают развиваться, адаптироваться к меняющемуся окружению и планируют свое будущее развитие.

ЧТО ПРОИСХОДИТ С КОНКУРЕНЦИЕЙ НА СОВРЕМЕННОМ РЫНКЕ КАСТОДИАЛЬНЫХ УСЛУГ?

Конкуренция велика, в то же время рынок уже зафиксирован. Большинство провайдеров присутствуют на рынке очень давно, многие институциональные инвесторы также годами активно работают на российском рынке. Часть иностранных инвесторов используют несколько локальных кастодианов.

За последние несколько лет комиссии депозитариев снизились, и продолжает сохраняться понижающая тенденция. О снижении тарифов говорят клиенты. В то же время некоторые депозитарии считают тарифы одним из основных конкурентных преимуществ и таким образом стараются привлечь новых клиентов (переманив их от уже существующего провайдера, предложив более низкую комиссию за депозитарное обслуживание), тем самым расширив свою клиентскую базу, или получить новый бизнес, предлагая цены ниже, чем у конкурентов. Хотелось бы заметить, что низкая депозитарная комиссия, даже если она очень привлекательна, не является единственно важным фактором. Помимо предполагаемых расходов, для клиента также важно знать, что его активы попадут к знающему и квалифицированному провайдеру, который держит свои обещания и соответствует заявленным стандартам качества услуг.

Кроме того, как вы хорошо знаете, гораздо лучше обещать меньше и делать больше, чем наоборот.

Местные кастодианы различаются по своему происхождению, структуре собственности и стратегии развития. На их деятельность и развитие также влияют и

другие факторы, включая особенности обслуживания и долю рынка. Кастодианы с большей долей рынка и хорошим положением на рынке обычно имеют больше шансов для поддержания стабильных долгосрочных отношений и легче привлекают новых клиентов. Некоторые другие локальные кастодианы исторически имеют небольшую и практически постоянную клиентскую базу, и их самым большим и важным клиентом является так называемый *the hub* (материнская компания).

Тем не менее вполне естественно, что депозитарный бизнес будет оставаться важным направлением для многих российских банков при том условии, что эффективность бизнеса позволит продолжать дальнейшие инвестиции в развитие систем и расширение спектра предоставляемых услуг. Понятно, что задача каждого из местных провайдеров на будущее состоит в том, чтобы оценить собственную модель бизнеса, а также выбрать приоритеты и направление дальнейшего развития.

Говоря об услугах, оказываемых локальным кастодианом, необходимо отметить, что их специфика в значительной степени зависит от того, какой тип клиентуры они обслуживают. Я бы выделила 2 основных типа: иностранные клиенты, в основном представленные Глобальными Кастодианами и иностранными фондами, и локальные клиенты, представленные российскими брокерами и финансово-промышленными группами.

Чем же различаются требования, предъявляемые к депозитарию клиентами-резидентами и нерезидентами? Осознавая реалии инфраструктуры российского рынка, клиенты-резиденты в большей степени концентрируются на сокращении сроков обработки депозитарной операции. В то же время клиент-нерезидент вынужден задумываться и о других вопросах и возможностях, связанных с отсутствием концепции иностранного номинального держания в России, а именно:

- 1) о наличии структуры счетов, позволяющих клиентам глобальных кастодианов считаться собственниками ценных бумаг;
- 2) о возможности открывать счета депо для иностранных фондов, не являющихся юридическими лицами с точки зрения российского законодательства (взаимные и пенсионные фонды, трасты, фонды под управлением трастов);
- 3) об открытии денежных счетов в России на имя клиентов глобальных кастодианов;
- 4) о частичном или дробном голосовании;
- 5) о получении частичного предварительного налогового освобождения и возврате налога.

Для реализации всех дополнительных требований, которые клиент предъявляет к своему локальному кастодиану, важно понять ожидания клиента и попытаться им соответствовать (конечно же, в полном соответствии со строгими требованиями законодательства!).

Говоря о разных типах клиентов, хочется отметить, что многим провайдерам услуг хорошо известно, что разница между клиентами-резидентами и нерезидентами в России очень заметна. Например, считается хорошим маркетинговым ходом открыто объявлять имена клиентов — глобальных кастодианов, обслуживаемых местным провайдером в качестве субкастодиана, в то время как ситуация принципиально противоположна в отношении тех клиентов, которые представляют российские финансово-промышленные группы. Значительное их число до сих пор стремится к максимальной конфиденциальности в отношениях и настаивает на том, чтобы даже сам факт таких отношений не раскрывался, кроме случаев, когда этого требует закон. В результате на рынке не будет информации о том, какие именно российские клиенты хранят свои стратегические портфели у локального кастодиана или какой именно депозитарий участвовал в структурировании и проведении *M&A*-сделки, о которой вы только что прочли в газете. Что же касается вида и наполненности услуг, иностранные клиенты более заинтересованы в дополнительных услугах и деятельности по лоббированию, в то время как локальные клиенты будут ценить преимущественно личностные партнерские отношения. Ну и конечно, для обоих типов клиентов будет особенно важна операционная безупречность, о которой я скажу далее.

ЧТО ИЗМЕНИЛОСЬ В ОБЛАСТИ ПРЕДОСТАВЛЯЕМЫХ УСЛУГ И КАКИЕ НОВЫЕ ЗАДАЧИ ПЯВИЛИСЬ?

Очень важной темой с этой точки зрения является комплаенс. Вопросы, связанные с комплаенсом, стали актуальны в России после появления новых законодательных и нормативных актов (Закон 115-ФЗ, Положение 262-П). Помимо этого, глобальная политика локальных кастодиальных банков с иностранной структурой собственности требует от них придерживаться принципов *Basel* и рекомендаций *FATF* в отношении процедуры клиентской *due diligence*, идентификации клиента, источника Денежных средств, сверки с *freeze* листом и т. д. Все опера-



ции, как с денежными средствами, так и с ценными бумагами, должны рапортоваться в Комитет по финансовому мониторингу в соответствии с критериями, определенными Центральным банком Российской Федерации (объем транзакции, если он превышает 600 000 руб., юрисдикция юридического лица, содержание транзакции и т. д.)

Таким образом, перед кредитными организациями встает новая задача, и роль кастодиального банка, являющегося уважаемым финансовым институтом, в противоворстве с отмыванием денег и финансированием терроризма действительно велика. Такой кастодиан играет свою роль в области мониторинга, выявления и отчетности о подозрительной финансовой деятельности, а его клиенты ценят репутацию и глобальные процедуры такого провайдера.

Роль кастодиана в отношении его исторически стандартных функций также сильно изменилась. В прошлом задача кастодиана в основном заключалась в том, чтобы проводить транзакции и обслуживать активы клиентов, т. е. осуществлять чисто операционные функции и функцию хранителя (*hold and settle*). Сегодня роль кастодиана значительно расширилась, и кастодиан зачастую выступает как «глаза и уши» инвестора на рынке. Предоставление рыночной информации стало одной из важнейших задач кастодианов, поскольку клиенты все больше видят их в качестве своих посредников на локальном рынке. Это стал в той же степени информационный, что и операционный бизнес. Поскольку информационный бизнес, помимо технологии, во многом основан на своевременности, аккуратности, гибкости и аналитических средствах, роль человеческого фактора нельзя недооценивать.

Этот факт также подтверждается многочисленными клиентскими запросами, относящимися к рыночной информации, будь то новые инициативы регуляторов или обновление информации по регистраторам практически *on-line* (в отношении смены регистратора, нарушения им существенных обязательств и т. д.)

В связи с этим очень часто местный кастодиан выполняет множество разнообразных функций: налогового консультанта, юриста, инвестиционного банкира, трейдера, лоббиста, и все в одном лице. И это справедливо, поскольку клиенты ищут знающего партнера, который помог бы им разобраться в молодой и динамично развивающейся инфраструктуре.

Интересный факт, связанный с тем, что локальный кастодиан является важнейшим источником информации для

своих клиентов, состоит в том, что, несмотря на ограничения, существующие в США и на других рынках по отношению к участию в корпоративных действиях, глобальные кастодианы хотят, чтобы их информировали обо всех корпоративных действиях все типов, и не хотят, чтобы их субкастодиан выполнял роль своеобразного «сторожа» и предоставлял ограниченную информацию.

Независимо от своей юрисдикции, типа и инвестиционной стратегии, клиенты больше всего ценят в своем провайдере желание соответствовать их потребностям и личностные взаимоотношения со своим менеджером счета. Такие отношения не могут быть статичными, они постоянно видоизменяются под воздействием различных факторов. Соответственно, непосредственная работа с клиентом должна быть постоянной, а не ограничиваться стадией открытия счета. Способность предоставить клиенту постоянное и единственное контактное лицо — также очень важный фактор. Важность того, что мы называем отношениями с клиентами (или *relationship management*), подтверждается тем вниманием, которое клиенты уделяют этому вопросу при оценке своих локальных субкастодианов, например, в опросе, проводимом журналом *Global Custodian*. Общий подсчет баллов, на основе которых составляется финальный рейтинг, в значительной степени основан на оценке сферы отношений с клиентом, что вполне естественно. Именно эта область может оцениваться всеми клиентами без исключения вне зависимости от их типа и размера портфеля, равно как и каких-либо особых требований в отношении отчетности и систем.

Еще одна из важнейших задач, стоящих перед субкастодианом, состоит в необходимости соответствовать динамичным изменениям в сфере регулирования. Быстрота этих изменений требует от кастодианов не только гибкости их систем и процедур для обеспечения соответствия новым требованиям в области отчетности и регулирования, но и к тому же возможности быстро оповещать клиентов об этих изменениях, часто до того, как становятся известны все детали.

К примеру, во время либерализации рынка акций Газпрома, которую вы хорошо помните, информация, относящаяся к возможным способам расчетов, постоянно видоизменялась и обновлялась.

Как видите, необходимость тщательно информировать клиентов об изменениях на рынке, одновременно обновляя процедуры, чтобы учесть эти изменения, стала серьезной задачей для кастодианов.

Все услуги, исторически считающиеся традиционными и дополнительными, приобрели новую форму и теперь видятся совсем по-другому, нежели раньше.

Под влиянием многих внутренних и внешних факторов суть традиционных и дополнительных услуг также изменилась. Уже недостаточно просто иметь возможность осуществлять обработку клиентских инструкций, хранить бумаги, заниматься сборами, выплатами доходов и обслуживанием корпоративных действий. То же самое относится к сообщениям в соответствии со стандартами *SWIFT*, возможности получения доступа к счетам через Интернет или наличия отдельной клиентской службы, которая позволит отвечать на запросы клиентов.

Как хорошо известно, традиционный набор дополнительных услуг в кастодиальном бизнесе на развитых рынках включает открытие и ведение денежных счетов, монетарные операции, *FOREX*, кредитование ценными бумагами и голосование по доверенности. В России большая часть этих услуг может предоставляться локальным провайдером, являющимся кредитной организацией (за исключением тех услуг, которые в настоящее время не регулируются законодательно, например кредитование ценными бумагами). Но другие дополнительные сопутствующие функции, такие как риск-менеджмент, оценка эффективности (то, что называется *performance measurement*) и доверительное управление, также становятся все более востребованы клиентами. Клиенты хотят получать услуги, которые распространены на развитых рынках: отчетность в отношении *STP*, неисполнившихся сделок, сделок, закрытых на дату расчетов; *MIS*-отчетность; мониторинг статуса сделки; мониторинг и снижение рисков; оптимизацию расчетов. Их не слишком интересует отсутствие в России *STP* или Центрального депозитария, поэтому задача местного провайдера состоит в том, чтобы удовлетворить их запросы даже за счет увеличения персонала, для того чтобы готовить необходимую отчетность, значительная часть которой (опять-таки вследствие особенностей рынка) не может быть автоматизирована или может быть автоматизирована только частично.

ОБ ОТДЕЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРНЫХ УСЛУГАХ

• Предварительное освобождение от налогов и возврат налогов.

Хорошее знание соглашений об избежании двойного налогообложения между страной конечного владельца и Россией и понимание соответствующих процедур



являются основой для успешного осуществления предварительного освобождения либо возврата излишне удержанного налога. Помимо этих услуг, которые уже достаточно широко распространены в России, существует также отдельная процедура, связанная с частичным освобождением и возвратом налога. Эта услуга в основном требуется выпускающим депозитарные расписки депозитариям и глобальным кастодианам, клиенты которых являются финальными владельцами бумаг.

Что касается владельцев расписок, мы активно обсуждали этот вопрос с налоговыми органами, но результат не слишком утешительный. Несмотря на то, что владельцы расписок могут получать дивиденды по акциям, которые являются базовым активом по распискам, частичное предварительное освобождение и частичный возврат налога доступны для них лишь теоретически. Частичное предварительное освобождение от налогов для владельцев расписок становится практически невозможным в связи с тем, что на объявленную дату фиксации реестра должна быть раскрыта вся цепочка владельцев ценных бумаг — от банка, выпускающего расписки, до финального бенефициара-владельца.

Однако, несмотря на значительную бюрократизацию местных налоговых органов и неопределенность действующего законодательства в отношении частичного налогового освобождения, наличие кастодиана-специалиста в этой сфере позволяет добавить ценности такой услуге.

• Предоставление информации о корпоративных действиях.

В России их обработка в значительной степени выполняется вручную, и этот процесс во многом является более разнообразным и сложным, чем основная операционная функция. Он требует опытного и профессионального персонала, который знаком со всеми нюансами корпоративных действий в России. Корпоративные действия значительно различаются между собой и имеют свою специфику, поэтому каждое из них требует особого обслуживания. Примерами могут служить предложения о выкупе акций, о реализации права преимущественной покупки акций и выделение компаний. Количество корпоративных действий также растет. Вследствие специфики и непредсказуемости корпоративных действий в России, даже в случае полной автоматизации наиболее стандартных бизнес-процессов, всегда будут возникать исключения, которые потребуют ручного вмешательства.

Успех в данном случае во многом зависит от наличия у персонала глубоких

знаний о конкретном корпоративном действии.

• Дробное голосование (или голосование частью акций).

Поскольку в России нет концепции иностранного номинального держателя, то соответствии с российским законодательством любое иностранное юридическое лицо будет считаться владельцем даже тех ценных бумаг, которые фактически, на праве собственности принадлежат бенефициарным владельцам — клиентам иностранного кастодиана. Поэтому именно иностранный кастодиан будет иметь право на получение дивидендов, участие в корпоративных действиях и голосование, но только от собственного имени.

Голосование частью акций находится в так называемой «серой» зоне российского законодательства. Результаты частичного голосования могут, таким образом, быть признаны не имеющими законной силы.

Российское законодательство предусматривает только два случая в отношении голосования частью акций, а именно:

- 1) если речь идет о владельце расписок;
- 2) если перевод ценных бумаг произошел в период с даты фиксации реестра до даты общего собрания (в соответствии с Постановлением № 17/пс).

В последнем случае владелец ценных бумаг, зафиксированный в реестре на дату закрытия, по запросу нового владельца обязан выдать доверенность на голосование на его имя или проголосовать от имени нового владельца этой частью акций по его просьбе.

Применение этих возможностей на практике связано с определенными сложностями, которые мы сейчас постараемся описать.

Если клиент хочет голосовать частично или разделить голоса, он может предоставить в депозитарий отдельные инструкции на голосование. Тем не менее по причинам, описанным выше, депозитарий сможет исполнить клиентские инструкции на голосование частью акций только по мере возможностей (*on a best effort basis*).

Если клиент хочет голосовать частью акций по причине, описанной выше, а именно перевода ценных бумаг в период с даты фиксации реестра до даты Общего собрания, депозитарий должен будет получить соответствующую инструкцию от клиента. В ней должно быть оговорено, что оставшееся количество акций, не указанное в клиентской инструкции, соответствует акциям, переведенным новому владельцу после даты фиксации реестра. Такой перевод акций контрагенту после

даты фиксации должен подтверждаться соответствующей транзакцией по счету клиента. Только после получения клиентской инструкции с объяснением такой разницы и подтверждения транзакции в книгах депозитария депозитарий может принять клиентскую инструкцию на голосование частью акций.

• Лоббирование и хорошие взаимоотношения с регуляторами и инфраструктурой.

Клиенты хотят, чтобы их провайдеры, помимо предоставления информации о рынке, доносили их точку зрения до регуляторов по волнующим их вопросам, которые мы упоминали раньше. Это такие вопросы, как положение тех компаний, которые не имеют статуса юридического лица по российскому законодательству (иностранцы паевые и пенсионные фонды, трасты), подписание соглашений с регистраторами, признание иностранного номинального держания, различные запросы регуляторам от имени инвесторов и т. д. По этой причине очень важно построить крепкие рабочие взаимоотношения с основными игроками в отрасли. Помимо собственно лоббирования, крупнейшие локальные кастодианы могут предложить свои опыт и знания в отношении иностранных клиентов и практик и готовы к сотрудничеству в целях улучшения инфраструктуры рынка.

В этой связи одна из задач локального кастодиана состоит в том, чтобы суметь выразить различные точки зрения своей разнообразной клиентской базы, чьи интересы могут совпадать или не совпадать с позицией самого кастодиана. Именно в этой сфере явно может быть видна конкурентоспособная позиция отдельного провайдера.

• Соглашения об уровне услуг.

Стоит отметить, что для оценки деятельности кастодианов иностранными клиентами часто применяется система баллов. Говоря в общем о балльной системе (так называемых *scorecards*), можно отметить, что факторы, отличающие уровень предоставляемых услуг, становятся все более нематериальными. В ходе *due diligence* такие нематериальные вещи, как качество персонала, уровень владения языком, планы развития и преемственности, стали не менее важны, чем набор предоставляемых услуг.

Такие типы клиентов, как глобальные кастодианы, также оценивают качество знаний и услуг локального субкастодиана в области налогообложения, возможностей голосования, качества обслуживания корпоративных действий и сроков предоставления отчетности. Все это наряду с требованиями к качеству услуг,



описывается в Соглашении об уровне услуг (*SLA*).

По достижении соглашения об условиях *SLA* очень важно, чтобы локальный кастодиан смог соответствовать положениям и условиям *SLA*, независимо от того, касается ли это видов отчетов, обработки корпоративных действий или расчетов по сделке. Согласованные условия всегда отслеживаются глобальными кастодианами, которые рассматривают положения *SLA* не только как принятую практику (*good practice*) предоставления услуг, но скорее как обязательство по исполнению контракта со стороны локального провайдера, хотя с юридической точки зрения локальный кастодиан не отвечает за нарушение условий *SLA* в той же мере, как это было бы по отношению к условиям депозитарного договора.

Я бы хотела еще раз подчеркнуть важность гибкости и готовности к нововведениям в этом области. Например, год назад мы даже не могли подумать, что получим ВСР вопросник по пандемии (птичьему гриппу), хотя в этом году было уже несколько таких случаев. Вывод: будьте готовы к постоянно меняющейся жизни и тенденциям в бизнесе.

НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Эти новые тенденции наглядно подтверждаются интересом к новым продуктам со стороны клиентов разных типов. Как вы увидите, они весьма своеобразны по своему содержанию и особенностям

1. Региональный депозитарный договор

В последнее время мы отметили, что потенциальные клиенты ищут региональных провайдеров, или, по меньшей мере, изучают возможности и преимущества назначения одного регионального провайдера услуг. Набор предоставляемых услуг, покрытие рынков так же, как и простота установления таких отношений, без сомнения, принимаются во внимание при принятии такого решения. Поскольку мы работаем в той области, которая управляется клиентскими потребностями, мы также не можем игнорировать такую тенденцию, поэтому *ING* ввел Региональный депозитарный договор (*Regional Custody Agreement, RCA*), цель которого состоит в том, чтобы позволить клиентам подписывать только один договор, который будет покрывать все 8 офисов в Центральной и Восточной Европе, где *ING* предоставляет депозитарные услуги. Затем, чтобы войти на определенный рынок, клиент, у которого уже есть подписанный *RCA*, подписывает только Приложение по отдельной стране

(*Country Schedule*). Принимая во внимание потребность клиента в стандартизированном региональном подходе, *ING* также предпринял ряд усилий для унификации требований, предъявляемых при открытии счета, согласовании уровня сервиса и координации этих процессов в странах Центральной и Восточной Европы.

2. Расчеты по иностранным бумагам

Еще один интересующий клиентов продукт связан с расчетами по иностранным бумагам. Возросший интерес к такого рода сделкам требует от локальных кастодианов соответствия различным рыночным практикам и эффективного использования местных агентов с минимальными операционными затратами.

К сожалению, с точки зрения правовой и нормативной базы в области таких расчетов и депозитарного обслуживания иностранных ценных бумаг остаются значительные пробелы, поскольку многочисленные запросы к регуляторам и их ответы показывают слабость юридической базы в отношении депозитарных услуг по иностранным ценным бумагам. В особенности это относится к тем случаям, когда такие услуги связаны не с расчетами через *ICSD (Euroclear and Clearstream)*, а с расчетами по иностранным бумагам на рынках, где нет ЦД или не признается принцип иностранного номинального держателя (например, Украина, Польша и некоторые страны Центральной и Восточной Европы).

3. IPO

Вследствие недавних инициатив ФСФР в отношении упрощения требований к проведению *IPO* в последнее время можно было заметить резкий всплеск активности, связанной с новыми выпусками. В результате мы отметили возросший интерес со стороны иностранных инвесторов к проведению *IPO* и новых выпусков на рынке. Содействие в проведении расчетов по *IPO* стало еще одной услугой, требуемой от локальных кастодианов. Это относится к оптимизации и скорости расчетов, предоставлению нестандартных отчетов и подтверждений, продлению операционного дня, выделению сотрудников, ответственных только за сопровождение расчетов по *IPO*, возросшим требованиям к системам и т. д.

Стремление удовлетворить эти требования также дает возможность депозитариям проявить определенную гибкость для нахождения своевременных инновационных решений, позволяющих хотя бы частично минимизировать соответствующие риски и издержки.

4. Новые схемы расчетов на ММВБ

В отношении возможностей торговли рублевыми инструментами на ММВБ так-

же возник ряд новых продуктов, связанных с прямым доступом на рынок со стороны иностранных инвесторов для прямого размещения заявок на ММВБ (*Direct Market Access*) и схемой, которую традиционно называют «Схема Клиринговый Банк». Этот механизм дает иностранным инвесторам возможность торговать через местных брокеров и в то же время избегать рисков, которые некоторые инвесторы связывают с хранением денег и ценных бумаг у местного брокера. Этого можно достичь за счет назначения локального финансового института, который бы осуществлял функции кастодиана для хранения активов клиента и в то же время выступал в роли банка для его денежных средств.

Вне зависимости от того, насколько привлекательной была бы эта схема для местных брокеров и иностранных инвесторов, есть множество вопросов, которые надо тщательно изучить до ее внедрения. Эти вопросы связаны с множественными юридическими, операционными, техническими и налоговыми аспектами. Очевидно, что стремление к нововведениям должно также сопровождаться определенной осторожностью, и зачастую нужно дожидаться того этапа, когда все кусочки головоломки встанут на свои места, прежде чем продвигаться вперед и развешивать новые возможности.

5. Аутсорсинг

Теперь мне бы хотелось коротко прокомментировать возможность аутсорсинга функций бэк-офиса локальному кастодиану. Вопрос перевода традиционных функций бэк-офиса третьим лицам долгое время не принимался во внимание, поскольку не являлся нормальной или стандартной практикой для финансовых институтов в России. Тем не менее не существует правил без исключений, и некоторые компании начинают исследовать возможность передачи таких функций. Таким образом, аутсорсинг стал одной из тем, интересующих многие локальные компании. Этот интерес связан не только со снижением расходов, и главным мотивирующим фактором является разделение основных и второстепенных функций.

После проведения аутсорсинга в отношении своей второстепенной деятельности, такой как хранение, администрирование фондов, функции трансфер-агента, расчеты, сверки сделок, компании получают возможность сфокусироваться на основных задачах бизнеса. По мнению специалистов, наиболее важными для аутсорсинга являются такие характеристики потенциального агента, как долгосрочная приверженность бизнесу, стабильность и операционные возможнос-

ти. Таким образом, с нашей точки зрения, в развитии аутсорсинга намечаются все более позитивные тенденции.

6. Эскроу счета и DVP-схемы

Еще один тип продукта, который получит дальнейшее развитие за последние несколько лет и пользуется большим спросом при осуществлении больших M&As- и LBO-сделок, — это применение эскроу и квазиэскроу счетов и DVP-схем, которые направлены на уменьшение или устранение рисков, возникающих до и во время расчетов. По причине ограниченности времени я не стану подробно рассказывать об этом продукте, и те, кто интересуется возможностями ING в структурировании такого типа сделок, могут обратиться к нам напрямую.

Не желая, чтобы это прозвучало как слоган из рекламного объявления, я бы сказала, что правильный выбор кастодиана важен как никогда.

Необходимость соответствовать новым тенденциям на рынке и в то же время возросшая конкуренция требуют постоянного обновления существующего набора услуг, разработки новых продуктов и дальнейшего поддержания и улучшения качества услуг. Операционная эффективность и безупречность становится главной задачей местных кастодианов.

Качество услуг остается одной из причин смены депозитария клиентами. Это отражает и тот факт, что клиенты все чаще используют менее традиционные критерии в оценке своего провайдера, например качество персонала, что труднее измерить. Отдельный сегмент клиентов, Глобальные кастодианы, огромное значение придают качеству работы своих локальных субкастодианов прежде всего из-за влияния, которое результаты работы локального субкастодиана могут оказать на их собственную деятельность.

Именно операционная безупречность, по нашему мнению, является основным ключом к успешному развитию и укреплению взаимоотношений с клиентами.

Основная задача в данной сфере состоит в том, чтобы управлять значительным ростом бизнеса, что включает в себя как инвестиции в современные технологии, так и профессиональный штат опытных сотрудников.

Эффективность депозитарного бизнеса в целом в значительной степени зависит от качественных технологий и систем, и наличие надежных IT-услуг является критичным фактором. Это сказывается на улучшении эффективности расчетов, минимизации рисков, возможностей полу-

чения отчетов и снижении расходов по проведению операций и расчетов.

Решением для операционной структуры, которая способна обслуживать растущие объемы и клиентскую базу эффективно и с низкими издержками, является единая технологическая платформа. Провайдеры услуг, которые работают на базе автоматизированных и интегрированных систем, имеют больше конкурентных преимуществ по сравнению с теми, кто использует многочисленные разрозненные платформы, не связанные единым интерфейсом.

Способ получения и передачи информации также очень важен, поскольку необходимы соответствующие IT-решения для всех типов клиентов, как тех, кто хочет получать отчеты или иметь доступ к счетам через Интернет, так и тех, кто работает по СВИФТ или с бумажной формой. Для клиентов, которые не имеют возможности пользоваться СВИФТ, очень важны Web-технологии.

Тем не менее мы в очередной раз должны вспомнить о специфике рынка, которая связана с неизбежностью ручного вмешательства, и об отсутствии полноценного STP, так что все меры по автоматизации и обновлению систем могут реализовываться только до определенного уровня, который позволяет инфраструктура.

Еще одним важным вопросом являются возможности и ресурсы системы. Кастодиан, занимающий лидирующую позицию на рынке, должен иметь дополнительные системные ресурсы для обработки возросших объемов операций. При отсутствии достаточных ресурсов это может привести к ограничениям операционных возможностей. Чтобы управлять этим риском и контролировать рост объемов транзакций и дальнейшее расширение бизнеса, необходимо планировать и прогнозировать расширение системной мощности и необходимые обновления технологий заранее с тем, чтобы иметь достаточные лимиты мощностей.

Таким образом, операционная эффективность и операционные возможности становятся новым элементом конкуренции — не меньшим, чем доля рынка или размер комиссии.

В заключение я хотела бы сказать следующее.

Депозитарные услуги в значительной степени остаются бизнесом отношений, которые основаны на качественном обслуживании клиентов. В чем заключаются такие отношения? В качестве исполнения, способности слушать, выполнении обещаний, соответствии ожиданиям клиента. Для этого кастодианам очень важно досконально знать все детали, относящи-

ся к деятельности своих клиентов и их специфике, т. е. знать, как они работают и что для них важно.

Чем лучше вы понимаете нужды ваших клиентов, тем лучше вы сможете осуществлять поддержку их бизнеса и будущие потенциальные потребности. Для клиентов любого типа важно вовремя найти верное и оптимальное решение.

Как вы хорошо знаете, *custody* является достаточно специфичным продуктом.

По нашему мнению, для того чтобы являться ведущим провайдером депозитарных услуг и иметь хороший потенциал для развития, нужно обладать 3 основными характеристиками:

- *Commitment* (приверженность);
- *Expertise* (знания);
- *Excellence* (безупречность).

Поскольку ING предоставляет депозитарные услуги в 8 странах Центральной и Восточной Европы, где *Securities Services* в течение многих лет являются одним из ключевых продуктов, я уверена, что у нас все это есть.

С точки зрения будущей перспективы развития рынка приоритетом должна стать интеграция расчетов по ценным бумагам и денежным средствам в единый процесс ППП. Это, безусловно, сделает инфраструктуру в России более привлекательной для иностранных инвесторов. Создание ЦД также будет значительным шагом в этом направлении.

При наличии этого наши клиенты-инвесторы смогут в полной мере пользоваться улучшенной инфраструктурой и эксклюзивным, гибким сервисом с полным набором дополнительных услуг, предоставляемых локальным кастодианом. ■





АНДРЕЙ СТОЛЯРОВ

Финансовый директор Инвестиционной группы «Атон»

ИНФРАСТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ: МИФЫ И РЕАЛЬНОСТЬ¹

Когда рынок сам себя продает (как мы, брокеры, говорим), а рынок России последние 2 года именно такой, все остальные вопросы немного отходят на второй план. И вопросы инфраструктуры тоже. Вопросы инфраструктуры важные, они обсуждаются сообществом, но когда и инвесторы, и брокеры, и депозитарии, и регистраторы зарабатывают хорошо (потому что рынок у нас очень активный), эти обсуждения остаются в большинстве своем разговорами. В то же время инфраструктура — это некий «транспорт» для инвестиций. То есть можно сколь угодно долго не прокладывать дорог и не строить гостиниц, но в один прекрасный момент окажется, что у тебя нет туристов, и удивляться будет нечему.

В своем выступлении я хотел бы провести аналогии между античной мифологией и историей российского фондового рынка.

Не могу сказать, что все 12 описанных подвигов Геракла российским рынком уже совершены, но если вы посмотрите на подвиги Геракла внимательно, то вы увидите, что сначала Геракл совершал подвиги, борясь со всякими чудовищами. Второй, отдельно стоящий подвиг — где Геракл вычистил старые конюшни и дал возможность новому войти в жизнь. И дальше все остальные подвиги были связаны с тем, что он пытался, как говорят в России, достать звезды с неба.

Мне кажется, что для нас первый этап геракловых подвигов — борьба со всякими инфраструктурными «чудовищами» и рудиментами — уже закончился, причем полной победой рынка. И сейчас мы скорее стоим перед необходимостью «расчистки» того, что мешает нам развиваться. Для подтверждения своих слов мне хотелось бы сделать несколько комментариев.

Я очень близко связан с рынком, поэтому некоторые вещи из тех, что я услышал на Форуме, вызвали у меня искреннее удивление.

Я думаю, что уже не осталось инвесторов, которые, совершая сделку на российском рынке, удивляются от неожиданности, когда в конце расчетов они получают либо деньги, либо бумаги. Инфраструктура работает достаточно устойчиво, и все то, что она должна предоставлять, она предоставляет. То есть трудно поверить, что есть люди, которые до сих пор верят, что у нас на российском фондовом рынке нет цельной системы расчетной инфраструктуры, совсем нет электронного документооборота, что реестры — это удобный и наиболее дешевый способ расчетов, что сроки расчетов длинные и никогда их невозможно предугадать, что нет системы отчетности на рынке, что единственно возможные процедуры при регистрации крайне дорогостоящие и что на рынке нет *DVP* и т. д. Честно говоря, не могу с этим согласиться.

Я согласен, что рынок далек от того, каким бы он мог быть в идеале, но, коллеги, давайте будем справедливы по отношению к самим себе. Вы все знаете, что у нас есть Закон «Об ЭЦП»; есть стандарты корпоративного управления; возможность использования *SWIFT* тоже присутствует на рынке, и я знаю, что

большинство участников активно им пользуется; бумагам присвоены *ISIN*-коды; есть ускоренные расчеты, можно сделать расчеты в течение 1 дня; существует на рынке *DVP*. Сейчас есть возможность открыть единый счет и торговать вообще на любой площадке без каких-либо проблем для участника. Про Центральный депозитарий чуть позже. Поэтому я хотел бы заметить как брокер, обслуживающий многих клиентов, что если вам кто-то говорит, что не может поставить бумагу, потому что есть проблемы с инфраструктурой, то, скорее всего, это неправда. Есть проблемы либо у него с его собственной инфраструктурой, которая работает неэффективно, либо проблемы с тем, что у него просто не бумага. И не надо в данном случае хаять российский фондовый рынок и представлять его хуже, чем он есть.

Хороший пример зрелости нашего фондового рынка — это пример с акциями Газпрома. Я не знаю другого рынка, который, получив либерализацию под Новый год (такие вот у нас подарки), буквально с первых дней нового года предоставил возможность инвесторам воспользоваться плодами этой либерализа-

¹ По материалам выступления на 3-м Международном форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», Москва, 7–8 июня 2006 г.



ции — так быстро были открыты счета, и, значит, была возможность открыть эти счета! Рынок достаточно, мне кажется, эффективный, и было бы желание участников, предоставляющих те или иные услуги, предоставлять их на полную свою мощность!

Хотел бы перейти к тем подвигам, которые нам еще предстоит совершить. Это подвиги по расчистке наших авгиевых конюшен. Именно в этой теме я бы хотел поговорить о Центральном депозитарии.

Ситуация с Центральным депозитарием — это, знаете, отдельный миф, рождающийся у нас на глазах. Начиналось, как в замечательном известном мифе о яблоке — было яблоко, которое надо отдать одной из богинь. Причем даже по количеству участников (богинь) мы удивительным образом совпадаем. Всем известно, чем история закончилась — войной. Поэтому я далек от мысли давать ФСФР какие-то советы, кому «яблоко отдать», как им выбирать кандидата на статус Центрального депозитария, каким образом сделать этот Центральный депозитарий...

Было много возможных подходов, сейчас работа по созданию Центрального депозитария налажена, работает консультационная группа, процесс движется, но этот процесс настолько закрыт для участников рынка, что даже говорить что-то конкретное трудно. Кроме, пожалуй, того, что государство смотрит на рыночную инфраструктуру как на объект регуляторного давления. Вчерашние выступления регуляторов из ФСФР, из Центрального банка это подтверждают. С точки зрения государства, это нормально. Рынок же должен смотреть на инфраструктуру с точки зрения удешевления и упрощения операций и уменьшения рисков. В принципе, рынок давно, мне кажется, уже года полтора назад, сформулировал те принципы, которые он хотел бы видеть в основе Центрального депозитария.

Первый принципиальный момент. Центральный депозитарий должен предоставлять услуги всем пользователям на одинаковых условиях. Второй момент — участники рынка должны иметь возможность участвовать в управлении этим институтом с целью повышения качества услуг. Третий важный момент: принципы корпоративного управления должны быть прозрачны, должно быть понятно, как организация управляется. И последний немаловажный момент — это принцип минимизации стоимости при создании этой структуры. Это может оказаться самым сложным, потому что инфраструктура рынка уже сложилась, взаимосвязи установлены и ломать их неэффективно, это

может привести к серьезным последствиям для рынка.

С чем нам еще нужно бороться, что еще «расчищать»? На мой взгляд, это исторически сложившаяся система расчетов. Я бы хотел остановиться на двух вещах: это доступность и простота.

Расчетная система на рынке представлена не только инфраструктурой расчетов по ценным бумагам, но и денежными расчетами, для чего используются счета, открытые у брокеров и банков. Полтора-два года назад Центральный банк предельно усложнил нашу работу, введя многочисленные типы счетов и, что самое неприятное, подвесил над инвесторами домоклов меч резервирования, которое может быть введено по решению ЦБ. Причины, связанные с защитой внутреннего валютного рынка, понятны, но, с другой стороны, такие условия для инвесторов вряд ли можно назвать привлекательными. Поэтому отмену этих ограничений сейчас можно приветствовать и горячо поблагодарить ЦБ за своевременное решение этих проблем (им же самим, правда, прежде созданных). Поэтому, в принципе, простота восстановлена, если так можно выразиться.

Теперь доступность. Сегодня российский фондовый рынок рассчитывается в большинстве своем, если мы говорим о расчетах в Российской Федерации, на предоплате и предпоставке. И участники устали ждать того момента, когда наши торговые площадки смогут предложить нам всеми принятые стандартные методы расчетов, которые, мне кажется, сделают для рынка, для его эффективности не меньше, чем весь пакет законов, который сейчас обсуждается и предлагается для его упрощения. Честно говоря, не очень понятна причина, по которой уже 3 года ведущие разговоры с представителями и той и другой биржи — у нас две (ни для кого не секрет) основные биржи — не привели к созданию этого инструмента расчетов, когда сделка сначала заключается на организованном рынке, а только потом участники переводят активы, необходимые для расчетов на DVP.

Еще один очень важный момент, который серьезно влияет на инфраструктуру и на все, что с ней связано, ахиллесова пята российского рынка — манипулирование. Манипулирование упирается в непрозрачность. Непрозрачность упирается в отсутствие информации. Олег Вьюгин в своем выступлении подробно на этой теме остановился, и я не буду повторять руководителю ФСФР, скажу только, что работа, которую ведет регулятор на этом поприще, достойна уважения. Мое же мнение таково, что достаточно, и это будет

просто и эффективно, передать контроль за этим (как это делается на всех рынках, не вижу, чего здесь сложного) организаторам торговли. Я наблюдаю, как представители брокерских домов достаточно эффективно осуществляют этот надзор, во всяком случае, у меня недели не бывает без того, чтобы пару-тройку запросов я не получил о подозрительных сделках. И мне кажется, что дальнейшее развитие и дальнейшее улучшение в борьбе с манипулированием должно лежать в области предоставления больших возможностей не регулятору, а организаторам торговли.

Теперь хотелось бы поговорить о будущих «подвигах», о которых мы, может быть, сейчас только мечтаем, и даже если говорим о них, то не очень активно, потому что есть более насущные дела. Первый — это необходимость изловить или создать такое мифологическое для российского рынка существо как центральный расчетный партнер, центральный контрагент. С тем количеством участников рынка, с тем количеством брокеров, работающих на рынке, наличие такого института приведет к серьезному улучшению.

Второй — того замечательного пса трехголового, которого Геракл изловил и вытащил на свет Божий, нам необходимо тоже изловить и вытащить. Нам надо привлечь на рынок тем или иным образом внутренних инвесторов, которые выглядят, как первая голова, — это физические лица, частные инвесторы, которые должны иметь возможность вкладываться в российский фондовый рынок. Другая голова — это деньги, которые государство инвестирует (мы все стали свидетелями замечательной дискуссии по поводу возможностей использования Стабилизационного фонда). И третья голова — пенсионные деньги, которые как-то странно обходят рынок акций.

И еще одно замечательное «существо», тоже немаленькое, которое нам необходимо поймать и приручить, — срочный рынок, рынок деривативов. Сказать, что его нет, нельзя, но нужно идти дальше, потому что именно этот рынок должен обеспечить будущий рост.

В заключение хотелось бы сказать, что до тех пор, пока доходы всех участников рынка велики и пока доходность является определяющим для инвесторов при выборе инструмента, все в России будет хорошо и замечательно. Как только ситуация изменится, как только Россия начнет конкурировать за инвесторов с другими странами не по доходности, а по качеству предоставляемых и, в том числе, расчетных услуг, я думаю, сразу же вылезут все те проблемы, о которых мы пока что говорим весьма и весьма отвлеченно. ■



28 ИЮНЯ 2006 Г. НДЦ ПРИСТУПИЛ К ВЫПОЛНЕНИЮ ВСЕГО КОМПЛЕКСА ФУНКЦИЙ НАЦИОНАЛЬНОГО НУМЕРУЮЩЕГО АГЕНТСТВА ПО РОССИИ

28 июня 2006 г. НДЦ приступил к выполнению функций национального нумерующего агентства по России, включая присвоение кодов *ISIN* и *CFI* и всего связанного с этим комплекса задач по обслуживанию уникальной интегрированной информационной базы.

Начиная с этой даты агентство *Wertpapier-Mitteilungen* (Германия), ранее выполнявшее функции замещающего нумерующего агентства по России, прекратило выполнение этих функций и передало НДЦ все необходимые полномочия по данному сегменту взаимодействия с международной базой данных. Передача функций происходила при активном взаимодействии сторон и согласовании процедуры с *ANNA Service Bureau* и *Standard&Poors*.

Решение о передаче НДЦ от замещающего агентства *Wertpapier-Mitteilungen* функций нумерующего агентства по России было принято на состоявшемся в марте 2006 г. заседании совета директоров АННА. На этом же заседании совет директоров АННА рекомендовал НДЦ и *Wertpapier-Mitteilungen* провести мероприятия по урегулированию вопросов передачи НДЦ всего комплекса функций ННА по России и определить срок, начиная с которого *Wertpapier-Mitteilungen* снимет с себя полномочия замещающего агентства по России, а НДЦ приступит к выполнению всех функций российского ННА. Соглашение, подписанное сторонами, определило 28 июня 2006 г. датой начала выполнения НДЦ всего комплекса задач, возложенных на ННА по России. ■

5 ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ НДЦ ВОШЛИ В СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ ДКК

22 июня 2006 г. на годовом общем собрании акционеров ЗАО «Депозитарно-Клиринговая Компания» был избран новый состав совета директоров, в который вошли все 5 предложенных кандидатов от НДЦ: Эдди Астанин — Заместитель директора НДЦ, Денис Соловьев — Заместитель директора НДЦ, Сергей

Наумов — Заместитель директора НДЦ, контролер, Борис Черкасский — Директор НДЦ по развитию и Марина Медведева — Первый заместитель Генерального директора ЗАО «ФБ ММВБ».

Напомним, что в предыдущем составе совета директоров ДКК работали 4 представителя НДЦ. ■

СПРАВКА

В настоящее время НДЦ владеет 36,95% акций ЗАО «Депозитарно-Клиринговая Компания».

Астанин Эдди Владимирович — занимает должность Заместителя директора НДЦ с 1 января 2005 г. Закончил ВИИ им. А. Ф. Можайского по специальности инженер-баллистик, а также Финансовую академию при Правительстве Российской Федерации по специальности «Банковское дело». Кандидат технических наук. С 1994 по 2004 г. работал на ММВБ, прошел путь от ведущего экономиста до Директора Департамента государственных ценных бумаг и инструментов денежного рынка.

Медведева Марина Борисовна — закончила Финансовую академию при правительстве РФ в 1982 г. В 1982–1991 гг. работала в Министерстве финансов СССР и Министерстве финансов РСФСР, затем с 1992 по 1993 г. — в Министерстве финансов РФ на должности заместителя начальника Управления Федерального казначейства РФ. В 1993 г. начала работать на ММВБ, где прошла путь от ведущего экономиста до заместителя Генерального директора ФБ ММВБ, участвовала в проектах запуска и развития фондового рынка на ММВБ.

Наумов Сергей Николаевич — в НДЦ с 1 апреля 1998 г., в октябре 2003 г. назначен на должность Заместителя директора НДЦ — контролера. Окончил Московский институт народного хозяйства (МИНХ)

им. Г. В. Плеханова по специальности «Планирование народного хозяйства» в 1976 г., кандидат экономических наук, доцент. В 1981–1993 гг. преподавал в МИНХ им. Г. В. Плеханова. В 1993–1998 гг. работал аудитором-консультантом, старшим консультантом и главным экспертом международной аудиторско-консалтинговой компании *PriceWaterhouse* по контрактам с ГКИ РФ и ФКЦБ России.

Соловьев Денис Вячеславович — занимает должность Заместителя директора НДЦ с 14 июля 2003 г. Д. В. Соловьев окончил МГУ им. М. В. Ломоносова по специальности «Физика», а также ИМПЭ им. А. С. Грибоедова по специальности «Менеджмент». Кандидат юридических наук. До прихода в НДЦ Д. Соловьев 7 лет возглавлял Управление продаж депозитарных услуг и связей с клиентурой ОНЭКСИМ-Банка/РОСБАНКа, а ранее работал в московском банке группы *ING Barings* — банке ИНГ (Евразия).

Черкасский Борис Васильевич — назначен Директором НДЦ по развитию 3 октября 2005 г. Закончил механико-математический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова по специальности «Математика». Кандидат физико-математических наук. Депозитарной тематикой занимается начиная с 1991 г., в том числе с 1993 по 1999 г. — в Банке России.

THOMAS MURRAY ПРИСВОИЛ НДЦ РЕЙТИНГ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ A+

Компания «Томас Мюррей» (Thomas Murray), специализирующаяся на консалтинге, технологиях и рейтингах глобальной индустрии учета и хранения ценных бумаг, присвоила Некоммерческому партнерству «Национальный депозитарный центр» рейтинг Центрального депозитария на уровне A+.

Общий рейтинг базируется на оценке уровней следующих видов рисков:

- риск резервирования (преддепонирования) активов — A+;
- риск ликвидности — A+;
- риски взаимодействия (контрагентов) — A;
- финансовый риск — A+;
- операционный риск — A;
- риск обслуживания активов — AA-.

Национальный депозитарный центр — это расчетный депозитарий, обслуживающий практически весь российский рынок облигаций, а также занимающий существенную долю рынка акций в части хранения и расчетов по ценным бумагам. Структура партнеров, включающая Банк России, ММВБ, а также 11 крупнейших коммерческих банков, оценена как устойчивая. Кроме того, НДЦ является членом Европейской Ассоциации Центральные депозитариев (ECSDA) и владеет долей собственности в двух других российских расчетных депозитариях — ДКК и РДК. НДЦ придерживается здоровых принципов операционного управления и контроля. Деятельность НДЦ регулируется Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР России), которой ежеквартально предоставляется установленная отчетность. Практика корпоративного управления предусматривает наличие Комитета по управлению рисками и Комитета по депозитарному обслуживанию.

Присвоенный НДЦ рейтинг *Thomas Murray* оставляет «под наблюдением» (*on watch*) в связи с наличием неопределенности в отношении дальнейшего развития инфраструктуры российского фондового рынка (созданием Центрального депозитария и реформированием депозитарно-расчетной инфраструктуры в перспективе), которое может оказать существенное влияние на деятельность НДЦ. Кроме того, с точки зрения рейтингового агентства, требование по предварительному депонированию ценных бумаг при совершении операций на биржевом рынке

При составлении рейтингов компанией *Thomas Murray* 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. Присвоенный рейтинг постоянно актуализируется и пересматривается.

Определение рисков:

• **Риск резервирования (преддепонирования)** 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 Центральном 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).

• **Риск ликвидности** — риск возникновения недостаточности ценных бумаг или денежных средств 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.

с ростом рынка может стать менее эффективной мерой по управлению риском ликвидности, что также является основанием для мониторинга присвоенного НДЦ рейтинга.

В целом аудиторы *Thomas Murray* отметили, что сильными сторонами в деятельности НДЦ являются технология организации и проведения расчетов по ценным бумагам (преддепонирование активов для расчетов по биржевым сделкам, расчеты по принципу «поставка против платежа»), использование системы электронного документооборота при взаимодействии с депонентами и регистраторами, отлаженная технология обслуживания корпоративных действий эмитентов, низкий уровень финансового риска и постепенная реализация поставленной цели по увеличению капитализации НДЦ до 1,5 млрд руб.

Подводя итоги проведенного аудита, **Саймон Томас**, Управляющий директор компании *Thomas Murray*, отметил: «НДЦ эффективно применяет на практике систему мер контроля за рисками, возникающими на российском фондовом рынке. Депозитарий продолжает наращивать объемы операций (в первую очередь на рынке акций), сохраняя ведущую позицию (почти 100%) на рынке инструментов с фиксированной доходностью. Несмотря на это, перед НДЦ стоит ряд непростых задач, учитывая ожидающиеся изменения в инфраструктуре российского фондового рынка. Присвоенный рейтинг отражает наличие у НДЦ возможностей для дальнейшего снижения рисков деятельности на российском фондовом рынке».

Директор Национального депозитарного центра **Николай Егоров** отметил, что «НДЦ доволен работой с *Thomas Murray* в рамках проекта по присвоению рейтинга Центрального депозитария. Методология компании по присвоению рейтинга помогла нам всесторонне оценить наш бизнес и операционные процессы, а также позволила обозначить области, на которые в будущем надо будет обратить внимание для дальнейшего снижения рисков. Рейтинг A+ является индикатором нашего прогресса в развитии бизнеса за последние годы. Мы уверены, что рейтинг *Thomas Murray*, признанного независимого эксперта, также станет платформой для дальнейших шагов НДЦ на пути повышения его конкурентоспособности, как с точки зрения регулятора, так и клиентов». ■

• **Риск контрагентов** — 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.

• **Финансовый риск** определяет финансовую стабильность депозитария. Этот риск отражает возможность депозитария оплачивать свои расходы за счет собственного капитала и прибыли.

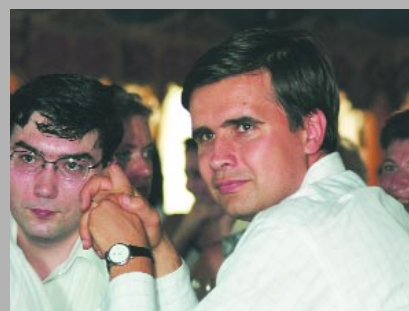
• **Операционный риск** оценивает возможность потерь из-за недостатков в информационных системах или внутреннем контроле, ошибок персонала или руководства. Внутренние факторы, которые проверяются при присвоении этого рейтинга, включают проверку наличия формальных процедур, применяемых при предоставлении основных услуг, системы контроля проведения операций. Системы и процедуры должны проходить регулярное тестирование. Необходим независимый операционный аудит, подтверждающий наличие адекватного контроля.

• **Риск обслуживания активов** — риск возникновения потерь при проведении корпоративных действий из-за неточности информации, предоставляемой депозитарием, или вследствие некорректного исполнения поручений при обслуживании проведения корпоративных событий или голосования по доверенности.



ВТОРОЙ ЕЖЕГОДНЫЙ ТЕПЛОХОДНЫЙ КРУИЗ ПО МОСКВЕ-РЕКЕ, 23 ИЮНЯ 2006 Г.

Второй год подряд НДЦ собирает друзей — клиентов и партнеров, — чтобы отправиться с ними в круиз по Москве-реке. Самые красивые места столицы, ласковый летний ветерок, приятное дружеское общение с коллегами, веселые конкурсы с забавными призами, выступление команды КВН РУДН и, конечно, ужин в сопровождении живой музыки и танцы под открытым небом в свете вспышек и фонтанов красочного фейерверка!





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

РАЗДЕЛЫ ДЛИТЕЛЬНОГО ХРАНЕНИЯ



Новые уникальные условия длительного хранения
Ваших акций



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

тел.:(495) 956-27-90/91, e-mail: info@ndc.ru, www.ndc.ru