



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС
САМЫЕ КРАСИВЫЕ
МОСТЫ МИРА

03 РОССИЙСКИЕ ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ:
ОТ МЕЧТЫ К РЕАЛЬНОСТИ, ОТ РЕАЛЬНОСТИ К РЫНКУ

07 ВЫКУП АКЦИЙ ЭМИТЕНТОМ ПО ТРЕБОВАНИЮ АКЦИОНЕРОВ:
КАК УБЕРЕЧЬ ДЕНЬГИ ЭМИТЕНТОВ И АКЦИИ В
НОМИНАЛЬНОМ ДЕРЖАНИИ?

19 ПОТРЕБНОСТЬ В СТАНДАРТИЗАЦИИ И ОПЕРАЦИОННОЙ
СОВМЕСТИМОСТИ ПРИ ТРАНСФОРМАЦИИ РЫНКОВ КАПИТАЛА

В Н О М Е Р Е





СОДЕРЖАНИЕ

ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ

- 3 **Российские депозитарные расписки: от мечты к реальности, от реальности к рынку** Заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук **Денис Соловьев**

РЫНОК И ПРАВО

- 7 **Выкуп акций эмитентом по требованию акционеров: как уберечь деньги эмитентов и акции в номинальном держании?** Начальник отдела нормативно-правового регулирования деятельности участников финансового рынка Управления регулирования деятельности участников финансового рынка ФСФР России, канд. экон. наук. **Григорий Пономарев**

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

- 12 **После сделки: проведение трансграничных клиринга и расчетов по ценным бумагам** Международная ассоциация по вопросам обслуживания ценных бумаг, **ПЕТЕР ГНЕПФ**
- 14 **Совершенствование корпоративных действий** Менеджер по связям с клиентами по России и Восточной Европе компании Euroclear **БАРТ ВОТЕРС**
- 17 **Гармонизация трансграничных расчетов и клиринга. Роль международного центрального депозитария** Менеджер департамента рынков Центральной и Восточной Европы компании Clearstream **АНДРЕА ТРАНКВИЛИНИ**
- 19 **Потребность в стандартизации и операционной совместимости при трансформации рынков капитала** **РАМГОПАЛ ВИВЕКАНАНД**

РАЗВИТИЕ РЫНКОВ: ЭДО

- 21 **ЭДО НДЦ: от магнитных носителей до интерактивного доступа. Часть 2** Руководитель службы нормативно-технологического обеспечения ЭДО НДЦ, канд. техн. наук **Юрий Чеботарев**

НОВОСТИ НДЦ

- 24 **Введение упрощенной процедуры приема акций на обслуживание в НДЦ** Заместитель начальника Управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами НДЦ **Елена Ульянова**

СТАТИСТИКА

- 25 **Сделки на рынке негосударственных облигационных займов (НГЦБ) за 2006 г.**

- 27 **Итоги 2006 г.: биржевое и внебиржевое обращение корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций** Начальник управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами НДЦ, канд. экон. наук **Владимир Лагунов**
Начальник отдела корпоративных действий и информации НДЦ **Александр Морозов**

ИСТОРИЯ

- 30 **Люди долга** Председатель Москомзайма **СЕРГЕЙ ПАХОМОВ**

СОБЫТИЕ

- 32 **НДЦ отметил 10-летний юбилей и оказал финансовую поддержку в издании первой книги «История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы»**

На обложке: Мост через Босфор. Фото Наталии Королевой, ОАО Национальный банк развития. Босфорский мост — один из самых длинных и красивых подвесных мостов в мире. Он соединяет Европу и Азию. Его длина составляет 1074м. На переднем плане — мечеть Меджидие.

Депозитарий № 2 (48) 2007

Редакционный совет:

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 «Депозитариум»
Телефон: 232-05-13
Электронная почта: do@ndc.ru

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

Издатель: ЗАО «Издательский дом «РЦБ»»
Адрес: 105082 Москва,
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170
Электронная почта: info@rcb.ru
Телефон: (495) 785-8100
Цена договорная
Отпечатано в типографии
ООО «Стратим-ПКП»
Тираж 10 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда
совпадает с точкой зрения авторов
публикуемых статей. Ответственность
за достоверность информации в
рекламных объявлениях несут ре-
кламодатели. 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»
4 (331) февраль 2007

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



Денис Соловьев

Заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук

РОССИЙСКИЕ ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ: ОТ МЕЧТЫ К РЕАЛЬНОСТИ, ОТ РЕАЛЬНОСТИ К РЫНКУ

Две основные проблемы российского рынка ценных бумаг — высокая зависимость от стоимости энергоресурсов и снижающийся потенциал роста. И первая, и вторая проблемы могут быть решены как за счет внутренних источников, так и за счет включения в листинг иностранных ценных бумаг или производных, выпущенных на иностранные бумаги. Такими производными являются депозитарные расписки.

По оценкам экспертов, российский рынок ценных бумаг является существенно зависимым от конъюнктуры рынка углеводородов. Доля компаний нефтегазового сектора в индексах ведущих торговых площадок составляет более 60%. Рост нефтегазового сектора сдерживается также экономической политикой правительства, направляющего все доходы от продажи углеводородов сверх установленного уровня в Стабилизационный фонд. Резерв роста стоимости акций компаний, включенных в индексы, скорее всего, не позволит воспроизвести и уж тем более превзойти рост прошлых лет.

Из вышесказанного можно вывести, что две основные проблемы российского рынка ценных бумаг — это высокая зависимость от стоимости энергоресурсов и снижающийся потенциал роста. И первая и вторая проблемы могут быть решены за счет внутренних источников, т. е. выведения на рынок перспективных эмитентов, которые со временем смогут в совокупности уравновесить газово-нефтяные бумаги в портфелях инвесторов и обеспе-

чить рост тогда, когда он будет исчерпан в сырьевом сегменте. Это наиболее трудный и долгий путь, которым, тем не менее, нужно идти.

Альтернативой, принятой в свое время многими иностранными торговыми системами, ныне являющимися лидерами отрасли, является включение в листинг иностранных ценных бумаг или производных, выпущенных на иностранные бумаги. Такими производными являются американские или глобальные депозитарные расписки.

В том случае если торговая система рассматривает варианты организации торговли иностранными ценными бумагами, у нее есть 3 пути. Рассмотрим их на примере процессов, наблюдавшихся на российском рынке. Первый путь — приобретение торговой системы по примеру РТС, организовавшей в свое время торги акциями Газпрома на ФБ «Санкт-Петербург». Второй — обеспечение технического доступа участников к торгам на иностранной бирже по аналогии с тем, как биржи, входящие в группу ММВБ, обеспечивают доступ региональных уча-

стников к торгам. Третий — путем включения в листинг иностранных ценных бумаг и/или депозитарных расписок, выпущенных на такие бумаги. После принятия Закона о российских депозитарных расписках российским торговым системам в настоящее время доступны два пути: приобретение иностранной биржи и включение в листинг РДР.

Работа над концепцией российской депозитарной расписки (РДР) была начата в 1998 г. с написания научных работ и ряда статей¹, посвященных американским депозитарным распискам (далее — АДР). Идея зеркально отразить АДР и предложение ввести в российскую систему права ее аналог пришла после детального анализа режимов ценной бумаги в российской и американской правовых системах, проведенного в диссертационном исследовании автора данной статьи. Новый для российского права финансовый инструмент был назван тогда российской депозитарной распиской по аналогии с *Russian Depository Receipts* — расписками, выпускавшимися в докризисные времена *The Bank of Bermuda*, банком,

¹ Соловьев Д. В. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках // «Индикатор». 2000. № 3 (31). С. 14–16; Соловьев Д. В. Законодательный фарватер для ценных бумаг российских компаний // «Финансист». 2000. № 3. С. 58–61; Соловьев Д. В., Фролова И. А. Производная ценная бумага в законодательстве США и России: правовое содержание, определение, виды // «РЦБ». 2000. № 6 (165). С. 44–47; Соловьев Д. В. Правовое регулирование выпуска и размещения ценных бумаг иностранного эмитента. Сравнительный анализ права и практики России и США // «Право и политика». 2000. № 5. С. 78–86; Соловьев Д. В. АДР: разрешение конфликта правовых систем // «Вестник НАУФОР». 2000. № 3. С. 58–61; Соловьев Д. В. Иностранные ценные бумаги: проблема легитимации // Вестник НАУФОР. 2000. № 9. С. 43–45; Соловьев Д. В. Коллизионные вопросы обращения иностранных ценных бумаг: сравнительный анализ права и практики РФ и США // Вестник НАУФОР. 2001. № 6.; Соловьев Д. В. Правовой режим иностранных ценных бумаг, эмитентов и инвесторов в США // «РЦБ». 2001. № 20 (203). С. 39–45; Соловьев Д. В. Правовые проблемы легитимации ценных бумаг иностранных эмитентов // «Индикатор». 2002. № 3 (43). С. 35–39; Соловьев Д. В. Банк-депозитарий АДР — собственник или номинальный держатель? // «РЦБ». 2002. № 13 (220). С. 59–64; Соловьев Д. В. Российские депозитарные расписки. Правовые аспекты реализации и защиты прав владельцев. // «РЦБ». 2002. № 24 (231). С. 37–39; Соловьев Д. В. Валютное законодательство и механизм российских депозитарных расписок // «Индикатор». 2002. № 12 (51). С. 46–48.





входившим в структуру голландской *ING Barings Group*. Отнесение этого инструмента к тому или иному виду ценных бумаг и вообще его квалификация в качестве ценной бумаги вызывали много вопросов.

Классическое определение ценных бумаг, сформулированное Бруннером (*Brunner*), а затем положенное в основу «Учения о ценных бумагах» М. М. Агаркова², содержало всего три признака: «документарность», «удостоверение имущественных прав», «необходимость предъявления для реализации права на бумагу и права из бумаги». Дальнейшая разработка учения о ценных бумагах пошла по пути расширения признаков ценной бумаги, и на сегодняшний день многими российскими авторами выделяются следующие признаки:

- документарность;
- формализм;
- удостоверение имущественных прав;
- необходимость предъявления для реализации права на бумагу и права из бумаги;
- взаимосвязь права на бумагу с правом из бумаги;

Есть также мнение В. А. Белова³, полнотой мной поддерживаемое, что перечень необходимо дополнить еще двумя признаками:

- оборотоспособность (трансферабельность, передаваемость) документа (возможность его передачи как вещи любыми, в том числе общегражданскими, способами);
- Публичная достоверность документа (т. е. принцип необходимости и достаточности соблюдения участниками правоотношений из бумаги и на бумагу только тех формальных требований, которые отражены в самой бумаге).

Правовое регулирование инвестиционных ценных бумаг в США осуществляется в соответствии с Законами 1933 и 1934 гг., а также законами штатов о «коммерческих корпорациях», так называемыми «корпоративными кодексами», в основе которых лежит *Model Business Corporations Act* 1969 г. в редакции 1994 г. Также необходимо упомянуть Единый торговый кодекс США, правила *US SEC*. В некоторых случаях определение отдельных видов ценных бумаг дается в решениях, вынесенных организаторами торгов. Например, Решение 99-48, вынесенное *Exchange Hearing Panel* при *NYSE*, дает понятие АДР.

Определение **ценной бумаги** (*security*), данное в Законах США «О ценных бумагах» 1933 г. и «О фондовых биржах» 1934 г., так же как и перечень видов ценных бумаг, данный в ст. 143 ч. 1 Гражданского кодекса Российской Федерации⁴, не дает исчерпывающего перечня видов ценных бумаг. Возможность признания ценными бумагами «любого интереса или института, традиционно известного как ценные бумаги», рассматривается правом Соединенных Штатов как «разрешение Конгрессом США судам или Комиссии дополнять перечень».

Законодательство США о ценных бумагах выделяет на фондовом рынке такой финансовый инструмент, как сертификаты, подтверждающие права на иные ценные бумаги. Таким сертификатом является американская депозитарная расписка. Под **депозитарной распиской** (далее — ДР) право США понимает «выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество ценных бумаг иностранного частного эмитента».

Термином «депозитарная расписка» обозначают как «американские депозитарные расписки» (*American depositary receipt*), так и «глобальные депозитарные расписки» (*global depositary receipt*). Разница между ними состоит в том, что АДР продаются только в США, а глобальные ДР могут продаваться вне Соединенных Штатов. Примером глобальных депозитарных расписок являются британские *American Master Global Depositary Receipts* и европейские *European Master Global Depositary Receipts*.

До 1983 г. в соответствии с законодательством США под АДР понималась ценная бумага, однако далее Комиссия сделала уточнение о том, что АДР не является ценной бумагой, а является подтверждением права собственности на ценные бумаги. По определению Комиссии, «...американская депозитарная расписка — это физический сертификат...» (*physical certificate*), подтверждающий право на акции⁵.

Причем существуют понятия *ADR* и *ADS* (*american depositary receipt* и *american depositary share* соответственно). Некоторые авторы ошибочно не делают разграничений между этими двумя понятиями либо даже называют *ADS* одним из видов *ADR* (третьего уровня). Но теоретически не представляется обоснованным терминологическое объединение различ-

ных инструментов: *ADR* и *ADS*. Это взаимосвязанные инструменты, но юридическая природа их различна.

SEC в 1983 г. впервые дала юридическое определение *ADS* в Релизе «О концепции американских депозитарных расписок», в соответствии с которым «*ADS* — это деноминированная в долларах ценная бумага, подтверждающая право собственности ее владельца на определенное количество акций или облигаций иностранной компании, выпущенных за пределами США, в стране инкорпорации такой иностранной компании». Здесь следует подчеркнуть, что *ADS* не выпускается на акции или облигации американских компаний, но только на бумаги иностранных эмитентов, что говорит о производной природе и, с некоторой долей условности, о международном характере *ADS*.

Эмитентом *ADS*, как и *ADR*, является американский депозитарий.

Одно из определений *ADS* (*depository share*) дано *SEC* в Правиле 405 Положения *C* (*Regulation C*)⁶. Это Положение устанавливает, что *depository share* — ценная бумага, подтверждаемая *ADR*.

В вышеупомянутом Релизе 1983 г. *US SEC* впервые осуществила разграничения между этими двумя понятиями. *ADR*, во-первых, это выпущенный американским банком-депозитарием свободнообращающийся сертификат, а во-вторых, он подтверждает права его держателя на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранных компаний.

При рассмотрении *ADS* напрашивается вывод, что это оборотный инструмент (что вытекает из оборотоспособности *ADR*), но вызывает интерес тот факт, что к ним не применяются специальные нормы об оборотных инструментах гл. 3 ЭТК США.

В связи с этим возникает вопрос: кто является **эмитентом депозитарных акций**, от которых непосредственно производны расписки и которые производны от акций иностранного эмитента, т. е. являются связующим звеном в данной цепи. Этот вопрос представляет интерес также и потому, что там, где стоит вопрос об интересах инвесторов, неизбежно возникает проблема ответственности.

Таким образом, для представления более подробной картины о статусе депозитарных расписок необходимо рассмотреть природы, статуса эмитента *ADS*. Как

² Агарков М. М. Учение о ценных бумагах. М.: Финстатинформ, 1993.

³ Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. М.: ЮрИнфоР, 1996.

⁴ Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая. № 51-ФЗ от 30 ноября 1994 г. Ст. 143.

⁵ Release Nos. 33-8287, 34-48482, International Series Release No. 1273; File No. S7-16-03.

⁶ Положение устанавливает общие требования к регистрационным заявлениям и проспектам эмиссии ценных бумаг.



полагают некоторые авторы⁷, эмитентом Американских депозитарных акций является «специальное юридическое лицо». Так как американский банк-депозитарий не является эмитентом, то ответственность по разделу 11 Закона 1933 г. распространяется исключительно на указанное юридическое лицо.

Титульный лист Формы S-12 содержит следующую формулировку: «Банк-депозитарий не является эмитентом ADS, лицом, подписывающим регистрационное заявление, а также не признается лицом, контролирующим эмитента ADS для целей Закона 1933 г.».

Форма Ф-6 1983 г. Комиссии устанавливает, что «в соответствии с Законом

1933 г. банк-депозитарий выступает от имени юридического лица (legal entity), созданного депозитным соглашением (в качестве депозитария)».

В Релизе SEC указала, что «специальное юридическое лицо» — «сама программа ADS», и регистрация по Закону 1933 г. осуществляется от имени программы ADS, а не банка-депозитария.

Здесь возникает неясность относительно юридического статуса американского банка-депозитария, если он является лицом, обязанным по депозитному договору выпустить ADS.

Остается неопределенной природа «специального юридического лица», его

правовая форма, правоспособность и дееспособность.

Представляется, что наличие двух указанных сущностей вызвано желанием американского законодателя ограничить ответственность американского эмитента депозитарных расписок. Поскольку российский законодатель придерживается скорее иного мнения, для российского права данное разграничение не является актуальным.

Российские юристы и финансисты давали различные дефиниции депозитарных расписок. Так, например, согласно определению, приведенному Дмитрием Старенко, депозитарная расписка — это «банковская расписка на акции ино-

СТРАТЕГИЧЕСКОЕ ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ВЕДУЩИХ РОССИЙСКИХ БИРЖ И ЛОНДОНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

	LSE (Лондонская фондовая биржа) ⁸	ММВБ ⁹	РТС ¹⁰
Задача	Стратегия: конкурировать на глобальном рынке услуг по финансовым транзакциям и стать рынком выбора. Мы намерены расширить наш текущий бизнес и повысить объем наших операций за счет развития бизнеса, поглощений, совместных проектов и альянсов, если это будет необходимо	Группа ММВБ, предоставляющая своим членам полный спектр торговых, клиринговых, расчетных и депозитарных услуг на базе единой технологической платформы, соответствующей международным стандартам, занимает центральное место в инфраструктуре российского рынка капитала	Основная цель Группы РТС — формирование и развитие экономически эффективной саморегулируемой инфраструктуры для образования цены на российские ценные бумаги и финансовые инструменты
Основные цели	Упрочить и расширить позиции в качестве ключевого источника ликвидности на рынке акций, ориентира по ценам и рыночной информации в Европе. Управление диверсифицированным бизнесом, извлечение выгоды от появления все возрастающей инновационной среды за счет лидерства в технологиях и рыночных услугах. Таким образом, принося пользу своим клиентам и акционерам	Создание инфраструктуры, гарантирующей удовлетворение нужд российского финансового рынка по торговым, депозитарным, расчетным и клиринговым услугам. Удовлетворение нужд эмитентов, инвесторов и участников рынка в услугах предоставления исполнения сделок с финансовыми и другими активами. Оптимизация расходов участников рынка. Гарантирование рентабельности и рост капитализации Группы, учитывая системообразующий характер услуг, предоставляемых ММВБ российскому финансовому рынку	Фондовая биржа РТС помогает своим клиентам осуществлять свои наиболее диверсифицированные инвестиционные стратегии и своевременно информировать их о последних рыночных событиях
Основные факторы успеха	Нормативное правовое регулирование торговых операций рассматривается как один из наиболее важных факторов. Развитие возможностей для формирования различных инвестиционных стратегий путем стимулирования спроса на иностранные финансовые инструменты. Консолидация посттрейдинговой инфраструктуры с целью обеспечения снижения транзакционных издержек клиентов. Реализация конкурентной стратегии, основанной на использовании преимуществ Лондонской модели рынка. Развитие технологий. Приоритет интересам клиентов	Гарантии расчетов по биржевым сделкам, осуществляемым по принципу «поставка против платежа» через специализированные организации — Расчетную палату ММВБ и Национальный депозитарный центр (НДЦ). Использование передовых технологий, реализованных в торговой и депозитарной системах, позволяющих обеспечивать доступ к торгам через интернет-шлюзы. Связь с Московским офисом GL NET, являющимся крупнейшей в мире частной сетью, обеспечивающей доступ инвесторов к международным торговым системам, связывает с ММВБ более 3500 крупных институциональных инвесторов, включая 50 крупнейших международных финансовых институтов. Предоставление пользователям торговой информации в реальном времени посредством терминалов, установленных у пользователей в России и за рубежом	Предоставление возможностей для проведения всех видов расчетов с возможно полным набором финансовых инструментов. Технологическое развитие с использованием возможностей Интернета и ЭДО. Предоставление информационных услуг. Ориентация на клиента при снижении его риска и стоимости использования услуг

⁷ Ратников К. Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. М.: Статут, 2001.

⁸ <http://www.londonstockexchange.com>.

⁹ <http://www.micex.com>.

¹⁰ <http://www.rtsnet.ru>.



странной компании, депонированные в этом банке; депозитарная расписка дает те же права, что и акция, котируется в долларах и свободно обращается на бирже и на внебиржевом рынке»¹¹. Е. Ф. Жуков определяет депозитарные расписки (ADR) как свободно обращающиеся расписки на иностранные акции, депонированные в банке США. По его мнению, АДР — расписка, представляющая акции корпорации, зарегистрированной за пределами США¹². К. Ю. Ратников дает дефиницию АДР как «выпущенный американским банком-депозитарием сертификат...»¹³.

По мнению, выраженному ранее автором этой статьи, депозитарная расписка представляет собой ценную бумагу, выпущенную в соответствии с законодательством страны юридическим лицом, зарегистрированным в данной стране¹⁴. Данное мнение было подтверждено Федеральным законом № 282-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 30 декабря 2006 г., который дает следующее определение российской депозитарной расписки: «Российская депозитарная расписка — именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. Эмитентом российских депозитарных расписок является депозитарий, созданный в соответствии с законодательством Российской Федерации».

Привлечение на российский фондовый рынок ценных бумаг иностранных эмитентов возможно путем как прямого допуска таких инструментов, так и на основе заимствования зарубежного, главным образом американского, опыта выпуска вторичных инструментов в рамках программ депозитарных расписок. Однако, при применении механизмов прямого допуска иностранных ценных бумаг на российский рынок российские владельцы иностранных ценных бумаг не имеют прямого доступа к информации об иностран-

ной организации — эмитенте ценных бумаг, сталкиваются с трудностями при осуществлении прав по таким ценным бумагам. В этой связи формирование рынка российских депозитарных расписок представляется наиболее оптимальным и является основным каналом связи российского рынка ценных бумаг с международными фондовыми рынками.

Перспективы развития рынка РДР во многом определяются инвестиционными стратегиями профессиональных участников рынка ценных бумаг и способностью бирж удовлетворять потребности инвесторов в возможно более диверсифицированном наборе финансовых инструментов. Немаловажным фактором, способствующим развитию рынка российских расписок, может стать также разрешение включать РДР в состав портфелей инвестиционных фондов.

Изучение сайтов Лондонской фондовой биржи и ведущих российских бирж дает следующую картину их стратегического позиционирования (см. таблицу).

Наиболее важным для нас является ориентация российских бирж полностью или частично на российский сегмент рынка. Несмотря на более консервативный тон, стратегия ММВБ учитывает интересы иностранных инвесторов и наиболее близка к конкуренции за иностранного клиента. Отсутствует лишь один существенный фактор, который поставил бы ММВБ в один ряд с мировыми биржами, — конкуренция за иностранные финансовые активы. С точки зрения позиционирования РТС является ярко выраженным примером нишевого игрока, концентрирующегося на российском сегменте рынка. ММВБ конкурирует за иностранных инвесторов посредством обеспечения опосредованного доступа иностранцев к торгам исключительно российскими инструментами. Для ММВБ, в том случае если стратегия нишевого развития является осознанной и принципиальной, существенным является получение максимальной доли в торговом обороте по российским ценным бумагам и производным.

Борьба за иностранные финансовые инструменты для российских бирж осложняется отсутствием опыта и наличием существенной конкуренции в сегменте. Процессы консолидации ликвидности путем слияний и поглощений, нормативно-правового регулирования этой деятельности (в Европе), создания рынка депозитарных расписок (контрабанда ликвидности), затронувшие практически все биржи

в мире, обусловлены в основном стремлением к экспансии. Данное стремление подкреплено технологиями клиринга, позволяющими осуществлять частично обеспеченные сделки. Номенклатура бумаг, принимаемых в обеспечение, система лимитов по данным бумагам, структура инвесторской базы, существенный объем операций международных финансовых компаний и структура капитала самих бирж определяют мотив к концентрации ликвидности и минимизации количества рынков.

Учитывая возрастающую эффективность европейского рынка ценных бумаг, процесс концентрации ликвидности и настойчивость крупнейших транснациональных брокерских и инвестиционных компаний в отношении унификации технологий, минимизации издержек путем стандартизации доступа к различным национальным финансовым инструментам, в краткосрочной перспективе (2–3 года) вероятно усиление конкуренции в отношении обслуживания обращения наиболее ликвидной части национальных ценных бумаг. Российский рынок, как один из национальных, но больших и быстро развивающихся рынков, будет испытывать возрастающее давление со стороны инвесторов через эмитентов в отношении организации обращения их ценных бумаг и налаживания каналов взаимодействия с иностранной (преимущественно европейской) инфраструктурой. Необходимы разумные правовые ограничения по допуску национальных инструментов к обращению за рубежом, отказ от политики самоизоляции и допуск иностранных инструментов и профессиональных участников к использованию российской инфраструктуры, т. е. поощрение прямой конкуренции с иностранной торгово-клирингово-расчетной системой. В этом случае российская инфраструктура рынка сможет на равных принять участие в процессах интеграции, бурно развивающихся в настоящее время в Европе. ■

¹¹ Старенко Д., Один «клик» — и вы капиталист. М.: Локус Стэнди, 2001. С. 144.

¹² Жуков Е. Ф. Рынок ценных бумаг. М.: ЮНИТИ, 2004. С. 40.

¹³ Ратников К. Ю. Указ. соч. С. 18.

¹⁴ Соловьев Д. В. Банк-депозитарий АДР — собственник или номинальный держатель? // РЦБ. 2002. № 13 (220).

**Григорий Пономарев**

Начальник отдела нормативно-правового регулирования деятельности участников финансового рынка Управления регулирования деятельности участников финансового рынка ФСФР России, канд. экон. наук.

ВЫКУП АКЦИЙ ЭМИТЕНТОМ ПО ТРЕБОВАНИЮ АКЦИОНЕРОВ: КАК УБЕРЕЧЬ ДЕНЬГИ ЭМИТЕНТОВ И АКЦИИ В НОМИНАЛЬНОМ ДЕРЖАНИИ?

Цель данной статьи — обратить внимание участников финансового рынка на проблемы, возникающие у эмитентов и инфраструктурных организаций фондового рынка при выкупе акций эмитентом по требованию акционеров, а также рассмотреть возможные варианты решения выявленных проблем в рамках нормативно-правового регулирования со стороны ФСФР России. Кроме того, описанный в настоящей публикации ход работы над нормативным актом, регулирующим порядок действий участников финансового рынка при выкупе, отражает яркий пример плодотворного взаимодействия ФСФР России, представителей инфраструктурных организаций и эмитентов в сфере нормативно-правового регулирования, способный побудить и иных участников финансового рынка к более активному участию в нормотворческом процессе на благо развития фондового рынка.

8 августа 2006 г., с вступлением в силу Федерального закона № 146-ФЗ, в ст. 76 Закона «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО), устанавливающую порядок осуществления акционерами права требовать выкупа обществом принадлежащих им акций, были внесены изменения, впервые упоминающие об особенностях действий лица, ведущего реестр общества, акционеры которого требуют выкупа акций по основаниям, предусмотренным ст. 75 Закона об АО. Очевиден позитивный сдвиг с точки зрения описания самой процедуры выкупа и защиты интересов эмитента от неправо-

мерных действий владельцев выкупаемых акций. Однако все же данные нововведения являются лишь половинчатой мерой, не способной в полной мере урегулировать все спорные ситуации.

Рассмотрим, какой порядок существовал до внесения указанных изменений. Общий порядок, не претерпевший изменений, говорит о том, что в случае если у акционера возникает право требовать у общества выкупа принадлежащих ему акций и он имеет намерение реализовать это право, то в течение 45 дней с момента проведения общего собрания акционеров общества акционер

должен предъявить обществу требование о выкупе принадлежащих ему акций (далее — Требование), выкупа которых он требует. По истечении указанного срока общество обязано выкупить акции у акционеров, предъявивших Требования, в течение 30 дней. На этом описание порядка выкупа в предыдущей редакции Закона об АО исчерпывалось. Очевидно, что таким образом без риска потерять денежные средства и не получить выкупаемые акции может воспользоваться только акционерное общество, самостоятельно осуществляющее ведение реестра акционеров. Только тогда общество имеет



оперативную информацию обо всех операциях, проводимых акционерами с его акциями. И в случае если акционер попытается продать акции после предъявления требования, а он именно так и сделает, если ему в течение 45 дней предложат более выгодную цену, чем цена, по которой общество выкупает акции, у общества есть две возможности застраховать себя от перевода акционеру денежных средств без встречного зачисления выкупаемых акций на лицевой счет общества: во-первых, это каким-либо образом, до момента фактического выкупа, воспрепятствовать акционеру воспользоваться его правом на распоряжение акциями; во-вторых, по окончании периода приема Требования от акционеров сверить наличие акций на лицевых счетах акционеров, предъявивших Требования, с количеством акций, выкупа которых они требуют. В случае обнаружения расхождений, т. е. если на лицевом счете акционера находится меньшее количество акций, чем он указывает в Требовании, то общество производит оплату только фактически переведенных на свой лицевой счет акций. Причем первый подход может быть оспорен в судебном порядке, так как его легитимность напрямую не следовала из положений Закона об АО. Действительно, ограничиваются права акционера на распоряжение имуществом, и это ограничение не вытекает из законодательства. Кроме того, предыдущая редакция Закона об АО не предусматривала пресечения возможности неправомерных действий со стороны акционера, как, например, передача акционером выкупаемых акций в залог после предъявления им Требования, но до момента фактического выкупа.

Все вышеописанные спорные ситуации усугублялись в случае, если держателем реестра акционеров акционерного общества выступал регистратор. Тогда весь описанный порядок уже не работал, поскольку общество не обладает оперативной информацией о состоянии лицевых счетов владельцев акций и не может воспрепятствовать переводу акций до момента фактического выкупа. Более того, в предыдущей редакции Закона об АО (ст. 76) регистратор даже не упоминался, что порождало уже трудности технического характера по переводу уже выкупленных обществом акций. В соответствии с требованиями абз. 14 п. 3 ст. 8 Закона о рынке ценных бумаг от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ в обязанности держателя реестра входит, в том числе, осуществление операции на лицевых счетах владельцев и номинальных держателей ценных бумаг только по их поручению, если иное не ус-

тановлено федеральным законом. Таким образом, регистратор, не принимавший участия в процедуре выкупа, должен был отказать обществу в переводе фактически выкупленных акций с лицевых счетов акционеров без распоряжений самих акционеров. Общество получало еще одну головную боль: как заставить акционеров подать необходимые распоряжения. Будет справедливым следующий вопрос: возможно ли погашение выкупленных обществом акций прямо на лицевых счетах зарегистрированных лиц по распоряжению эмитента?

Положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг № 27, утвержденное ФКЦБ России (далее — Положение о ведении реестра), говорит, что лицевой счет эмитента — это счет, открываемый эмитенту для зачисления на него ценных бумаг, выкупленных (приобретенных) эмитентом в случаях, предусмотренных Федеральным законом от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах». Следовательно, регистратор обязан погасить выкупленные обществом акции, только если они находятся на лицевом счете эмитента. Но как выкупленные акции там окажутся? Об этом Положение о ведении реестра умалчивает. Пункт 7.4.3 Положения о ведении реестра рассматривает случаи, когда регистратор вносит записи об аннулировании (погашении) ценных бумаг. Однако ситуация с выкупом подробно не отражена.

Подытожим ряд проблем, с которыми может столкнуться эмитент при осуществлении выкупа. Первая и самая актуальная из них, последствия которой могут выразиться в потере денежных средств эмитентом, — это обеспечение наличия выкупаемых акций на лицевом счете акционера в момент фактического выкупа. Вторая — это законодательно не установленные отношения между эмитентом и регистратором, ведущим его реестр, при наступлении процедуры выкупа.

Особняком стоит проблема с очень уже лаконичным содержанием Требования, данных в котором явно может не хватить для идентификации владельца акций. Посмотрим подробнее. Пункт 3 ст. 76 Закона об АО говорит о том, что Требование акционера о выкупе принадлежащих ему акций направляется в письменной форме в общество, с указанием места жительства (места нахождения) акционера и количества акций, выкупа которых он требует. Места жительства и только? Но в системе ведения реестра регистратор идентифицирует физическое лицо по паспортным данным, что уменьшает вероятность совпа-

дений и подачу распоряжений неуполномоченными лицами. А как же юридическое лицо? Или авторы Закона об АО отказывают юридическому лицу, как владельцу, в его праве требовать от эмитента выкупа его акций? Множество вопросов, способных породить такое же количество спорных ситуаций. К Требованиям мы еще вернемся, а пока рассмотрим, что же привнесли изменения в ст. 76 Закона об АО.

Несмотря на такое количество казусов в законодательстве, потенциально способных привести к нарушению прав какой-либо из сторон, участвующих в процедуре выкупа, справедливо будет отметить, что в судебной практике до настоящего момента отсутствовали прецеденты рассмотрения в суде споров, связанных именно с самим порядком выкупа. Есть ограниченное количество судебных разбирательств, содержание которых сводилось к оспариванию акционером перечня оснований, по которым у него возникло право требовать от общества выкупа акций, но к тому, как эмитент проводит выкуп, претензий не было. Следовательно, можно говорить о том, что стороны все устраивало. Спорные ситуации на практике стали возникать, когда порядок выкупа изменился и в отношении, связанные с выкупом, законодательно были вовлечены регистраторы.

Теперь рассмотрим подробнее поправки в пп. 3 и 4 указанной статьи, которые и изменили порядок выкупа. Пункт 3 был изложен в следующей редакции: с момента получения обществом Требования до момента внесения в реестр акционеров общества записи о переходе права собственности на выкупаемые акции к обществу или до момента отзыва акционером требования о выкупе этих акций акционер не вправе совершать связанные с отчуждением или обременением этих акций сделки с третьими лицами, о чем держателем указанного реестра вносится соответствующая запись в реестр акционеров общества. Положительным моментом здесь можно назвать то, что законодательно был установлен запрет на распоряжение акционером акциями, Требование о выкупе которых он подал, в том числе на их обременение. Общество получило реальный инструмент судебной защиты своих прав на акции, предъявляемые к выкупу. Далее, у держателя реестра появилась обязанность по внесению записи о запрете совершения сделок акционером, связанных с отчуждением или обременением выкупаемых акций, что можно считать частичным решением проблемы № 1, поставленной выше.



Изменения в п. 4 опять касаются обязанности держателя реестра, но уже по внесению в реестр общества записи о переходе права собственности на выкупаемые акции к обществу на основании утвержденного советом директоров (наблюдательным советом) общества **отчета об итогах предъявления акционером или акционерами требований о выкупе принадлежащих им акций** и на основании **требований акционера или акционеров о выкупе принадлежащих им акций**, а также **документов, подтверждающих исполнение обществом обязанности по выплате денежных средств акционеру или акционерам, предъявившим требования о выкупе принадлежащих им акций**. То есть законодательно закреплена обязанность регистратора по переводу выкупаемых акций на лицевой счет эмитента, а также определены документы, на основании которых производится списание выкупаемых акций с лицевых счетов владельцев. Особенно важно, что основания проведения операций по лицевым счетам акционеров установлены именно законом, так как это позволяет регистратору и эмитенту соблюдать требования Закона о рынке ценных бумаг в части того, что все операции по лицевым счетам владельцев должны совершаться только по их распоряжениям «если иное не установлено федеральным законом».

Удостоилось внимания авторов законопроекта и содержание Требования. Хотя по-прежнему в качестве основной информации, позволяющей идентифицировать акционера, используется его место жительства, в качестве дополнительного реквизита на Требовании должна содержаться подпись акционера — **физического лица**, достоверная нотариально или держателем реестра. То есть юридическому лицу подпись должностного лица, распоряжающегося принадлежащими ему акциями от имени этого лица, удостоверить не нужно? Встает вопрос: кто будет проверять полномочия лица, подписавшего Требование от имени юридического лица, и оно ли его подписало? Опять пробел, порождающий спорные ситуации.

С одной стороны, некоторые проблемы, описанные выше, удалось решить с помощью изменений в законодательстве или, вернее, наметить правильный путь в их решении. Однако при ближайшем рассмотрении вопросов оказывается намного больше, чем ответов. Накладывая обязанность по внесению записей о запрете на распоряжение акционером акциями, Требование о выкупе которых он подал, в том числе на их обременение, исключительно на держателей реестра, Закон

об АО выпускает из внимания тот факт, что согласно ст. 28 Закона о рынке ценных бумаг права владельцев на эмиссионные ценные бумаги бездокументарной формы выпуска удостоверяются не только в системе ведения реестра — записями на лицевых счетах у держателя реестра, но и в случае учета прав на ценные бумаги в депозитарии — записями по счетам депо в депозитариях. Очевидно, что Требование о выкупе может подать акционер, акции которого учитываются на счете депо в депозитарии, благо, что

Особенно важно, что основания проведения операций по лицевым счетам акционеров установлены именно законом.

законодательством это не запрещено. Тогда не только эмитент, но и регистратор не имеет информации о движениях акции по счетам депо акционеров, и мы получаем такую же проблему, с описанием которой и начинали. Не установившая законодательно обязанности депозитария по внесению записей о запрете на распоряжение акционером акциями, Требование о выкупе которых он подал, в том числе на их обременение по аналогии с обязанностью регистратора, закон породил дилемму в отношениях между эмитентами и регистраторами следующего содержания: что делать регистратору, если ему поступило распоряжение эмитента на внесение записей на блокирование акций акционера, предъявившего Требование, а у него отсутствует лицевой счет данного акционера в системе ведения реестра (кстати, законодательством также не предусмотрены документы, являющиеся основанием для регистратора на блокирование ценных бумаг). Отказать эмитенту? А основания? Ведь все требования, предъявляемые Законом об АО к процедуре выкупа, акционером и эмитентом соблюдены. Исполнить распоряжение эмитента? Но как? Ведь выкупаемые акции не учитываются в системе ведения реестра. Получается, что блокирование — это уже головная боль регистратора.

Практика показала, что регистраторы в этой ситуации поступают по-разному. Самый цивилизованный способ — убедить акционера, хранящего акции в депозитарии, открыть лицевой счет в реестре и зачислить на него требуемые к выкупу акции. Заставить его нельзя, ведь хранение акций в депозитарии не влечет прекращение права акционера требовать от общества выкупа его акций.

Но опять же перевод выкупаемых акций из номинального держания в реестр имеет смысл только при условии, что их доля в номинальном держании незначительна, как и количество владельцев счетов депо, требующих выкупа акций. Кроме того, владельцы счетов депо будут ожидать от эмитента гарантии оплаты издержек по переводу выкупаемых акций в реестр, иначе совершенно справедливо они могут оспорить необходимость такого перевода в судебном порядке. Схема выкупа с переводом в реестр осложняется в

случае, если акции эмитента обращаются на фондовой бирже и входят в число ликвидных ценных бумаг. Тогда значительная часть акционеров, требующих свои акции к выкупу, как раз и будет находиться «под номинальным держателем». Например, 7 декабря 2006 г. после проведения общего собрания акционеров акционерного общества РАО ЕЭС России, его акционеры получили право требовать у общества выкупа своих акций. Число акционеров РАО ЕЭС России, хранящих свои акции в депозитариях, превышает несколько сот тысяч. Количество уровней номинального держания доходит до 5–6. Значительная часть пакета акций принадлежит крупным иностранным институциональным инвесторам, хранящим свои акции в кастодианах. Трудно даже представить, с какими проблемами могут столкнуться кастодианы, если они будут вынуждены открывать для своих клиентов лицевые счета в реестрах и переводить туда акции.

Некоторые регистраторы, напрямую следуя положениям ст. 76 Закона об АО, поступали следующим образом: после получения от эмитента информации о поступившем от акционера Требовании они сравнивали эту информацию с информацией об этом акционере, содержащейся в списке к собранию акционеров, и если в реестре отсутствовали лицевой счет указанного акционера, то они производили блокирование акций по лицевому счету номинального держателя (!), если в представленном этим номинальным держателем списке владельцев, номинальным держателем которых он является, имеется информация об акционере, предъявившем Требование. Более того, при поступлении от эмитента документов,



подтверждающих оплату, и иных документов в соответствии с требованиями п. 4 ст. 76 Закона об АО ценные бумаги списывались со счета номинального держателя. Об актуальности информации, содержащейся в списке акционеров к собранию, по истечении такого количества времени и говорить не приходится. У акционера будет масса времени продать эти акции третьему лицу или сменить место хранения. К тому же если акции хранятся на втором и более уровне номинального держания, то у номинального

в депозитарии, и лицом, которое открыло депозитарию счет номинального держателя (держатель реестра/депозитарий), по лицевому счету (счету депо) номинального держателя.

Только в этом случае возможно исполнение номинальным держателем своих обязанностей перед клиентами (депонентами) по депозитарным договорам за сохранность ценных бумаг, а также исполнение требования Закона о рынке ценных бумаг *об обеспечении постоянного баланса наличия ценных бумаг на счетах*

кодекса, а также привести к риску неисполнения номинальным держателем своих договорных обязательств и лицензионных требований.

Поскольку порядок действий депозитариев при выкупе не описан законодательно и существует потенциальная возможность возникновения серьезного конфликта между субъектами регулирования, обязанность регулятора состоит в том, чтобы описать этот порядок в своих нормативных актах. К работе над проектом нормативного акта, регулирующего порядок взаимодействия эмитентов, регистраторов, депозитариев в процессе выкупа, были подключены представители эмитентов и профучастников.

Перед разработчиками встали проблемы, описанные выше, а именно: как обеспечить блокирование выкупаемых акций по счетам депо и как списать выкупаемые акции на лицевой счет эмитента, руководствуясь положениями ст. 76 Закона об АО. Вначале был предложен вроде бы очевидный выход из ситуации. Почему бы регистратору после проведения блокирования ценных бумаг по лицевому счету номинального держателя на основании распоряжения эмитента и приложения копий соответствующих требований не сообщать ему о тех акционерах, чьи ценные бумаги должны быть заблокированы. На основании этого сообщения номинальные держатели могли бы в силу требований разрабатываемого нормативного акта произвести блокирование по счетам депо акционеров, направивших Требование, или по счету депо депозитария-депонента, если у того открыт счет депо такого акционера, и т. д. вниз по цепочке номинальных держателей вплоть до последнего депозитария, в котором открыт счет акционера. Если акций на счете депо нет или они обременены, то соответствующая информация доводится вверх по цепочке до регистратора, а им — до эмитента, и в дальнейшем эмитент должен будет принять решение относительно дальнейших действий. Если же количество акций на счете депо совпадает с количеством акций, указанных в Требовании, то депозитарий блокирует их до момента фактического выкупа или отзыва акционером Требования. Сам выкуп должен был, по идее, осуществляться таким же образом: вниз по цепочке от регистратора, переводящего акции в количестве, указанном в Требовании, с лицевого счета номинального держателя на лицевой счет эмитента — к конечному депозитарию, с последовательным списанием акций со счетов номинальных держателей до тех пор, пока они не будут списаны со счета депо владельца. При-

К работе над проектом нормативного акта, регулирующего порядок взаимодействия эмитентов, регистраторов, депозитариев в процессе выкупа, были подключены представители эмитентов и профучастников.

держателя первого уровня не будет правовых оснований для дальнейшего блокирования ценных бумаг. К сожалению, в нескольких случаях указанные ситуации привели к возникновению дисбаланса, когда после списания регистратором акций с лицевого счета номинального держателя номинальный держатель не мог списать со счетов депо акционеров такое же количество ценных бумаг, поскольку акционеры после предъявления Требования перевели свои акции на счета депо других лиц. Возникновение дисбаланса — это уже не рыночный, а системный риск, поскольку может привести к непредсказуемым правовым последствиям, ведь его устранение не описано ни в одном нормативном акте.

В соответствии с п. 2 ст. 149 Гражданского кодекса РФ операции с бездокументарными ценными бумагами могут совершаться только при обращении к лицу, которое официально совершает записи прав. Передача, предоставление и ограничение прав должны официально фиксироваться этим лицом, которое несет ответственность за сохранность официальных записей, обеспечение их конфиденциальности, представление правильных данных о таких записях, совершение официальных записей о проведенных операциях. В случае если права на ценные бумаги учитываются в депозитарии, ограничение прав должно фиксироваться депозитарием по счету депо владельца ценных бумаг, открыто-

хранения и на счетах клиентов-депонентов. При этом следует учитывать, что фиксация ограничения прав на ценные бумаги должна осуществляться депозитарием по поручению его депонентов, а также в случае, когда в силу поручений депонентов депозитарий поручает держателю реестра или другому депозитарию осуществить фиксацию ограничения прав на счете номинального держателя.

Фиксация ограничения прав в соответствии с требованиями ч. 3 ст. 76 Закона «Об акционерных обществах» по счетам номинального держателя, без фиксации ограничения прав лица, предъявившего требования о выкупе ценных бумаг депозитарием, который учитывает права на ценные бумаги такого лица, а также отсутствием у такого депозитария права распоряжения такими ценными бумагами депонента, может привести к следующим негативным последствиям:

- бесконтрольному распоряжению депонентом ценными бумагами, которые подлежат выкупу в соответствии с требованиями законодательства об акционерных обществах;
- несоответствию количества ценных бумаг на счетах хранения и на счетах клиентов-депонентов.

Таким образом, действия регистратора по блокировке ценных бумаг на счете номинального держателя и их последующему списанию при осуществлении процедуры выкупа могут вступить в противоречие с указанными положениями Гражданского



чем основанием списания акций со счета депо для каждого нижестоящего депозитария служил бы отчет о проведенной операции по его счету депо в вышестоящем депозитарии или регистраторе. Указанная схема с учетом требований подготавливаемого нормативного акта вписывалась бы в рамки требований Закона об АО.

Конечно же, указанный порядок облегал недостатками. Поступившая критика со стороны инфраструктурных организаций была оправданна и обоснованна. Очевидно, что при большом количестве номинальных вложений скорость передачи сообщений о блокировании ценных бумаг от регистратора до номинального держателя снижается. Даже если установить, что для депозитария срок исполнения операции блокирования и дальнейшая передача отчета о проведении блокирования нижестоящему депозитарии будут происходить в течение одного дня, то при значительном количестве номинальных вложений, с учетом того, что не все депозитарии используют ЭДО, ценные бумаги на счете депо акционера будут заблокированы лишь спустя несколько дней после подачи им Требования обществу. За это время акционер может перевести акции другому лицу или сменить место их хранения, переведя их в другой депозитарий.

Особенно остро эта проблема встает по окончании 45 дневного срока, отводимого акционерам на подачу акционерному обществу Требования. Можно с определенной долей уверенности говорить о том, что пик подачи Требования будет приходиться как раз на окончание этого срока, так как именно тогда будет понятно, выгодна ли акционерам цена, предложенная обществом за выкупаемые у них акции. С учетом того, что в соответствии с п. 4 ст. 76 Закона об АО совет директоров должен не позднее чем через 50 дней со дня принятия соответствующего решения общим собранием акционеров общества утвердить отчет об итогах предъявления акционерами Требования. У инфраструктурных организаций будет в распоряжении только 10 дней на обработку поступивших Требования.

Частично проблема могла бы быть разрешена, если бы на момент утверждения советом директоров отчета об итогах предъявления акционерами Требования, у него в распоряжении был бы вновь собранный и представленный регистратором и всеми депозитариями список владельцев. Тогда на основании сравнения информации в поданных Требованиях с информацией, содержащейся в списке владельцев, в отчет об итогах

не попали бы акционеры, расставшиеся со своими акциями с момента подачи ими Требования до момента составления отчета. К сожалению, Закон о рынке ценных бумаг обязывает номинальных держателей раскрывать информацию о владельцах только для осуществления ими прав. То есть в иных случаях регистратору не удастся собрать полный список владельцев.

Таким образом, среди всех предложенных вариантов концепций нормативного акта была выбрана концепция, суть

рождения ценных бумаг по его лицевому счету. При этом требования Закона об АО в части обязанности регистратора по внесению записи о запрете на совершение акционером сделок, связанных с отчуждением или обременением этих акций, будут соблюдены. Списание акций со счетов депо будет происходить при представлении эмитентом депозитарии отчета об итогах предъявления Требования или выписки из отчета и документа (документов), подтверждающего (подтверждающих) исполнение обществом

Помимо данных, позволяющих идентифицировать акционера, в Требовании должна содержаться отметка депозитария, в котором у акционера хранятся выкупаемые акции.

которой сводилась к тому, чтобы проводить операции блокирования и списания, начиная не с регистратора к конечному депозитарии, а наоборот, как, собственно, и функционирует инфраструктура в настоящее время. Для этого в нормативном акте более подробно было прописано, что должно содержать Требование. Помимо данных, позволяющих идентифицировать акционера, в Требовании должна содержаться отметка депозитария, в котором у акционера хранятся выкупаемые акции. То есть перед подачей Требования обществу акционеру придется обратиться в депозитарий, где хранятся его акции за проставлением отметки, подтверждающей, что акции у него есть, в количестве, указанном в Требовании, а также то, что эти акции не обременены обязательствами. В дополнение обязательность для акционера получения отметки на Требования перед отправкой обществу может быть установлена в порядке выкупа, утверждаемом обществом в соответствии с п. 1 ст. 76 Закона об АО. Кроме того, при проставлении отметки депозитарий должен будет заблокировать указанные ценные бумаги до момента фактического выкупа или до момента отзыва акционером Требования, поступившего от общества. Депозитарий должен будет подать распоряжение вышестоящему депозитарии о блокировании этого количества ценных бумаг по его междепозитарному счету и так вверх по цепочке вплоть до регистратора, который на основании распоряжения номинального держателя внесет запись о блоки-

обязанности по выплате денежных средств акционеру или акционерам, предъявившим требования о выкупе принадлежащих им акций. Списание будет происходить ровно по такой же схеме, как если бы в настоящий момент акционер подал поручение депозитарии на вывод акций в реестр, т. е. акции будут списываться последовательно всеми номинальными держателями в цепочке вплоть до регистратора, начиная с депозитария, в котором у акционера открыт счет депо. Такая схема гарантированно устраняет риск возникновения дисбаланса, а также позволяет эмитенту с большой степенью вероятности получить на свой лицевой счет выкупаемые акции в обмен на перевод акционеру денежных средств.

Конечно же, в статье невозможно описать все нюансы, существующие при проведении выкупа. Конкретный результат совместной работы по написанию нормативного акта можно увидеть на официальном сайте ФСФР России. Хотелось бы пригласить всех заинтересованных лиц к обсуждению этого проекта. ■



ПЕТЕР ГНЕПФ

Международная ассоциация по вопросам обслуживания ценных бумаг

ПОСЛЕ СДЕЛКИ: ПРОВЕДЕНИЕ ТРАНСГРАНИЧНЫХ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Участники Международной ассоциации по вопросам обслуживания ценных бумаг (ISSA) собираются на глобальном симпозиуме раз в 2 года с тем, чтобы оценить состояние инфраструктуры рынка ценных бумаг, охватывающего 3 крупнейших часовых пояса. К «хрустальному шару» обращаются для того, чтобы попытаться представить будущее через 5–10 лет. На симпозиуме в 1996 г., с прогнозами которого мы сверяемся и сегодня, были рассмотрены наиболее вероятные изменения роли различных операторов в послеторговой инфраструктуре рынка ценных бумаг. В результате проведенного анализа почти 11 лет назад были сделаны следующие прогнозы:

- локальные центральные депозитарии ценных бумаг (ЦД) будут агрессивно расширять свои услуги в сфере услуг с добавленной стоимостью, ориентированных на конечного инвестора. В Европе после принятия единой валюты многие финансовые институты объединятся;

- международные центральные депозитарии расширят количество покрываемых рынков и инструментов. Другие изменения маловероятны;

- некоторые глобальные кастодианы, скорее всего, уйдут из этого бизнеса;

- локальные субкастодианы превратятся в вымирающий вид. С учетом большей гармонизации национальных рыночных практик локальные банки-агенты будут вытеснены из бизнеса центральными депозитариями;

- недавно пришедшие на рынок организации, такие как *IBM, Andersen Consulting, Reuters, Bloomberg*, станут конкурентами банков-агентов в сфере информационных и аналитических услуг.

В ретроспективе некоторые из прогнозов, сделанных в 1996 г., хотя и не в полной мере, но сбылись. Однако основные факторы, влияющие на изменения, остались прежними: бизнес-конкуренция, регулирование в сфере сдерживания си-

стемных рисков и защиты инвесторов, новые технологии, глобализация.

После перехода на евро Европа стала основной точкой фокусирования трансграничных инвестиций и структурных изменений.

ТОЧКА ДОСТУПА В ЕВРОПУ: КОНКУРЕНЦИЯ, КООПЕРАЦИЯ И КОНСОЛИДАЦИЯ

Давайте вспомним, зачем нужны рынки капитала и его организаторы: спрос обуславливает желание эмитентов ценных бумаг как можно дешевле приобрести доступ к оборотным средствам, предложение — стремление инвесторов получить доход от своего инвестиционного капитала. Стороны напрямую не взаимодействуют, для этого они привлекают посредников: брокера, биржу и локальный центральный депозитарий. В трансграничных инвестициях международный брокер и глобальный кастодиан прокладывают путь к соответствующему рынку и его локальной инфраструктуре.

Эмитенты и инвесторы получают максимальный доход, если транзакционные издержки низкие. Обработка сделок на первичном и вторичном рынках недорогая, если инфраструктура работает эффективно. В финансовой индустрии, развитие которой диктуется информационными технологиями и которая базируется на знаниях, основными движущими механизмами для более эффективной обработки являются инновация и нормативная база, достаточно гибкая и не слишком обременительная. Жестко конкурируя между собой, инвестиционные банки стремятся удовлетворить потребности клиентов, предлагая более быстрое исполнение заявок, лучшие цены и сервис. Отмечается общая тенденция к увеличению количества сделок с уменьшением среднего их объема.

Европа движется к интегрированному, общеевропейскому рынку. Процесс консолидации был инициирован рыночными тенденциями: Банк «Евроклир» (*Euroclear*) и Группа «Дойче Борсе» (*Deutsche Borse*) приобрели национальные центральные депозитарии. В Скандинавии и Балтике формируется более интегрированный региональный рынок. При этом существует более 30 фондовых бирж, оперирующих приблизительно 12 торговыми системами в Европе. Примерно 20 компаний предоставляют «централизованные» клиринг и расчеты. В глазах участников, работающих на международном рынке, это все что угодно, только не централизованный подход.

Две наиболее существенные разработки помогут достичь желаемой цели: более высокая операционная совместимость и консолидация. Причиной определения данных целей являются конкуренция и поиск эффекта масштаба и синергии. Они могут произойти как последовательно, так и параллельно. Операционная совместимость обуславливает большую конкуренцию, которая в свою очередь может привести к консолидации. Международные инвестиционные банки заинтересованы в поощрении конкуренции между инфраструктурными платформами.

ДВИЖУЩИЕ СИЛЫ ЧАСТНОГО СЕКТОРА: ВОПРОСЫ БИЗНЕС-СТРАТЕГИИ

Является ли сюрпризом тот факт, что ни один из инфраструктурных операторов не вызывается добровольно покинуть поле для всеобщего блага? В отсутствие мотивов альтруистического поведения гонка на выживание началась.

Относительно небольшая рыночная инфраструктура — норма для многих европейских рынков, которые могут оставаться независимыми, если окажутся непревзой-



денными в инновациях. Достижение существенного снижения стоимости за счет более благоприятного эффекта масштаба не является для рынков возможной опцией. Они могут объединяться, но не могут поглотить более крупного игрока.

Раньше биржи и расчетные платформы были некоммерческими организациями, контролируемые своими прямыми участниками. Однако контроль пользователей не обязательно гарантирует достаточный уровень инновации. Так как параметры пользователей могут быть разными, то на инновацию может повлиять конфликт интересов. Сейчас большинство инфраструктурных операторов являются публичными компаниями, торгующимися на бирже, они нацелены на получение максимальной акционерной стоимости. Иностранные акционеры контролируют достаточно большую часть капитала.

Крупные игроки имеют больше возможностей для собственных системных разработок, в частности, они могут купить и интегрировать более инновационного конкурента. Нью-Йоркская фондовая биржа сделала это в прошлом году, когда купила электронную систему *Archipelago*. Поглощение позволило ей быстро стать полноценным соперником *NASDAQ* — крупнейшего локального конкурента. Недавно анонсированное трансатлантическое слияние с *Euronext* открывает новые горизонты для завоевания доли рынка. Когда же мы увидим первую сделку, связывающую обе стороны Атлантики?

Оглядываясь на последние 5 лет, следует констатировать, что жаркие споры по поводу того, что лучше — вертикальная или горизонтальная рыночная интеграция, оказались неактуальными. Ни одна из крупнейших моделей не смогла продемонстрировать свое превосходство над другими.

Группа «Дойче Борсе» (*Deutsche Borse*) — лучший пример вертикально ориентированного оператора — достигла высокого уровня интеграции, инновации и увеличения эффективности, начиная от исполнения сделок и кончая расчетами. Она также очень успешна в бизнесе, связанном с производными инструментами.

Группа *Euronext* выбрала противоположную стратегию для конкуренции с Лондоном и Франкфуртом. Это горизонтальное трансграничное слияние между фондовыми биржами Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона и биржей производных инструментов Великобритании — *LIFFE*. Ее предпочитаемый партнер для проведения расчетов — группа *Euroclear* также является горизонтальной структурой.

Решение о стратегической переориентации одной из частей рыночной инфраструктуры должно принимать во внимание всю инфраструктурную цепочку. В дополнение к этому должны быть учтены уникальные особенности нормативной и законодательной базы данного рынка или потенциального рынка для партнерства. Локальное законодательство, местные

агент или ЦД, рынок обвалится. Однако регуляторы еще не достигли соглашения по общеевропейскому регулированию центральных контрагентов и центральных депозитариев.

• Конечная картина бизнеса центрального депозитария в Европе не ясна: можно ли провести расчеты по всем ценным бумагам в любом ЦД, в одном или

В финансовой индустрии основными движущими механизмами являются инновация и нормативная база, достаточно гибкая и не слишком обременительная.

правила и регулирование все больше мешают экономическому сближению через национальные границы.

ДВИЖУЩИЕ СИЛЫ ДЛЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО СЕКТОРА: ПОЛИТИЧЕСКОЕ ВИДЕНИЕ, ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ И РЕГУЛЯТИВНАЯ БАЗА

Что касается трансграничной консолидации, то не только страх менеджеров потерять свою работу является причиной медленного прогресса. Каждый оператор национальной платформы с учетом своих интересов создал наилучшую операционную модель для своей клиентуры, полностью отвечающую потребностям локальных эмитентов и инвесторов и соответствующую всем локальным правилам и регулированию. Поэтому кто будет критиковать отлаженную национальную службу, которая защищает свой статус-кво? Более того, если иностранцы считают какой-то определенный рынок привлекательным для инвестирования, зачем нужны перемены?

Для того чтобы процесс консолидации ускорился, концепция «трансграничного» рынка должна стать излишней между странами членами ЕС.

Для решения данной задачи финансовая индустрия должна поддерживать тесный диалог с государственным сектором. Некоторые наблюдения, взятые из текущих обсуждений, проходящих на европейском уровне, являются признаком того, что многое остается неясным:

• Банки и брокеры регулируются как на национальном, так и на общеевропейском уровне, центральные контрагенты и ЦД — только на национальном уровне. Регуляторы отмечают, что, если банк обанкротится, рынок продолжит существовать, но, если разорится центральный контр-

нескольких ЦД? Или сохраняется принцип локального рынка? Регуляторы, так же как и рынок, этого не знают.

• Регуляторы отмечают, что большие кастидиальные банки могут выступать де-факто в качестве ЦД по международным потокам сделок. Некоторые банки верят, что это может стать для них естественным бизнесом. Тем не менее они лоббируют регуляторов против того, чтобы позволить ЦД начать деятельность банков-агентов.

• Что касается центральных контрагентов, то их внедрение привело к существенно большему неттированию сделок, соответственно, меньшему количеству расчетов и, таким образом, снизило стоимость расчетов. Конечно, услуги центрального контрагента имеют свою стоимость, однако трейдеры продолжают требовать дальнейшего снижения расходов. Должны ли другие акционеры всегда соглашаться с теми, чьи голоса звучат громче всех, но кто, при этом, предпочитает краткосрочную перспективу.

В заключение хотелось бы отметить следующее. Правы ли мы в нашем болезненном поиске по установлению связей, гармонизации и консолидации комплексных национальных рыночных структур? Что случилось с «великой мечтой», которую рынок еврооблигаций претворил в жизнь в конце 1960-х гг.? Он создал эффективный и хорошо регулируемый рынок, преодолев границы национальных рамок, смоделировал его для нужд глобальных контрагентов. Отцы рынка еврооблигаций успешно превратили проблему в возможность. Нам следует применять этот принцип чаще. ■



БАРТ ВОТЕРС

Менеджер по связям с клиентами по России
и Восточной Европе компании *Euroclear*

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ДЕЙСТВИЙ

Российский фондовый рынок продолжает головокружительный рост. В 2005 г. российские компании привлекли порядка 5 млрд долл. США при проведении IPO на фондовых рынках в Москве и Лондоне. В прошлом году только Роснефть привлекла на Лондонской фондовой бирже более 5 млрд долл. Однако после удачных IPO акционеры этих иностранных компаний, вышедших на рынок, фокусируются на обслуживании своих активов, включая совершенствование практики и правил обработки корпоративных действий, которые существенно различаются на различных фондовых рынках Европы.

По своей природе корпоративные действия могут быть достаточно сложными, чувствительными к стоимости и срокам, и часто зависят от ручного вмешательства при обработке. В Европе сложность обработки корпоративных действий еще усугубляется разницей в рыночных практиках, процессах обработки и даже терминологии. Эти различия лежат в основе многомиллионных потерь евро, рублей и долларов каждый год от неумелого управления корпоративными действиями.

После прогресса в проведении расчетов по ценным бумагам и сверке данных в настоящее время всеобщее внимание сосредоточено на данной сфере нашего рынка капитала, что подтолкнуло профессионалов и законодателей актив-

но взяться за дело. С учетом рекомендаций Группы Джioваннини, разработанным по поручению Европейской Комиссии, а также таких организаций, как Ассоциация европейских центральных депозитариев (*ECSDA*), активным членом которой является НДЦ, Европейская банковская федерация (*EBF*) и Европейский форум по ценным бумагам, была проделана существенная работа по устранению барьеров на пути к более эффективной обработке корпоративных действий. Но еще более важным является признание выгоды, которую принесут инициативы по гармонизации корпоративных действий.

Расширенная Ассоциация европейских центральных депозитариев, объединяющая 39 европейских национальных

и международных центральных депозитариев, выработала свой первый ответ на призыв Группы Джioваннини устранить барьеры от различий в обработке корпоративных действий. Шестнадцать стандартов в отчете *ECSDA* 2005 г., структурирующих методы снижения неэффективности в обработке обязательных распределений денежных средств и ценных бумаг, находятся на разных стадиях внедрения на разных рынках. С точки зрения *Euroclear* внедрение данных стандартов поддерживает нашу всеобъемлющую цель — создание единого локального рынка в Европе.

Несмотря на то что внедрение стандартов *ECSDA* в *Euroclear* началось, применять их на практике будет непросто. Кроме того, они относятся только к од-



ной части широкомасштабного плана по гармонизации корпоративных действий. Но движущая сила рынка высока. Было заключено соглашение на наших 5 локальных рынках (Бельгия, Франция, Ирландия, Нидерланды и Великобритания) по почти 100 разным вопросам, связанным с обработкой корпоративных действий. Нашей ближайшей целью является претворение этих концептуальных соглашений в реальность. К 2010 г. мы ожидаем, что полный спектр инициатив по гармонизации обработки корпоративных

азам. Например, одинаковые типы корпоративных действий называются по-разному на разных рынках, что может создавать путаницу. Таким образом, согласуя одно общепринятое название и закрепляя его в стандартах, профучастники существенно продвигаются вперед на пути повышения операционной эффективности.

Огромный объем работ уже сделан профильными рабочими группами для того, чтобы весь рынок понимал используемые термины и их смысл. Более того, соз-

тие является выпуском прав и, таким образом, влияет на цену акций. Кроме того, сообщение будет содержать всю необходимую информацию для обработки события, включая соответствующие даты и коэффициент, используемый для расчета причитающихся акционерам акций. Во многих случаях эти права могут торговаться до того, как они приняты акционерами или становятся просроченными. Таким образом, своевременная и точная пересылка информации по корпоративным действиям продолжает и будет продолжать в будущем оказывать влияние на инвесторов и их выбор. Получение информации о торгуемых выпусках прав на день позже может стать катастрофой для инвестора, желающего продать права, в случае если цена изменилась.

Тот факт, что скорость электронной пересылки дает профучастникам и их клиентам доступ к информации, способной влиять на курс ценных бумаг, в то же время является квантовым скачком к прозрачности. Несомненно, это формирует базу для однородной конкурентной среды. Некоторые удаленные владельцы ценных бумаг больше не будут в невыгодном положении из-за необходимости ждать иностранную газету или сам проспект ценных бумаг для того, чтобы принять решение по своему пакету.

Более высокий уровень сквозной обработки данных, использующей электронную передачу данных, уменьшит зависимость от организаций, занимающихся поиском и проверкой информации (*data scrubber*), но, что важно, не затронет дополнительную поддержку, оказываемую поставщиками информации. Меньшее количество лиц в звене означает выигрыш во времени и резкое снижение рисков. Это также позволит поставщикам информации концентрировать свои усилия на добавочных услугах, например, предоставление исторической информации и количественных данных.

ЧТО УЖЕ ДОСТИГНУТО

Лучшим примером области, в которой участники рынка достигли согласия, является признание и использование даты закрытия реестра для денежных выплат и распределения акций. При таких выплатах эмитентов больше всего интересует вопрос, когда проводить выплату (либо денежных средств, либо ценных бумаг), так как это затрагивает их ликвидность. Однако им также необходимо знать, кому платить.

В *Euroclear* мы уже пришли к соглашению установить дату, которая будет опре-

Примером области, в которой участники рынка достигли согласия, является признание и использование даты закрытия реестра для денежных выплат и распределения акций.

действий будет внедрен в рамках данных рынков, что приведет к высокому уровню операционной эффективности и экономии расходов бэк-офиса.

даются новые термины для того, чтобы заполнить недостающие пробелы.

ЭЛЕКТРОННОЕ СОЕДИНЕНИЕ

Электронная пересылка базовой, но необходимой информации по корпоративным действиям весьма распространена в настоящее время среди большинства участников рынка. Однако главной целью Группы Дживаннини и *Euroclear* является обеспечение того, чтобы эта информация шла от правильного источника (т. е. эмитента) через соответствующий ЦД ко всем владельцам ценных бумаг. Несмотря на то что эта краткая информация, отправляемая в электронном сообщении, никогда полностью не заменит полноценный проспект, она будет способствовать передаче обязательных деталей через всю цепочку от эмитента до инвестора в течение нескольких секунд.

В будущем высока вероятность, что эмитенты будут посылать информацию о выпусках бездокументарных ценных бумаг напрямую своему локальному депозитарию. Эти «золотые записи» (*golden records*), как их часто называют, должны будут предоставляться с самым высоким уровнем скорости и точности без вмешательства внешних лиц.

Более того, само сообщение должно быть защищенным от случайных ошибок. Например, для электронного сообщения по выпуску дополнительных акций, размещаемых среди акционеров (выпуск прав), любой инвестор должен иметь возможность сразу понять, что это собы-

РАСКРЫТИЕ СКВОЗНОЙ ОБРАБОТКИ ДАННЫХ (STR)

До обработки и реализации любого корпоративного действия необходимо понять его характер. В настоящее время часто и терминология, и механизмы, используемые при обработке корпоративных действий, различаются в зависимости от рынка. В этом случае гармонизация включает создание общей терминологии для событий и понимания сути самих событий, т. е. жизненного цикла корпоративного действия и его различных этапов. Главным образом существует только 3 типа корпоративных действий: выплаты (распределения), реорганизация и собрания. Такая разбивка на категории позволила профучастникам сформировать свои системы таким образом, который позволил достичь более высокого уровня сквозной обработки данных и эффективности работы бэк-офиса.

Профучастники составляют справочную базу данных, используя стандарты *ISO 15022* и *20022*, с согласованной общей терминологией по корпоративным действиям. Но для того чтобы это сделать, необходимо, чтобы терминология была связана с корпоративным действием и способом его реализации на каждом из локальных рынков. В некотором роде это означает возвращение к



делять, кто из владельцев бездокументарных или обездвиженных ценных бумаг будет иметь право на получение дохода по ценным бумагам на всех наших 5 локальных рынках с 2007 г. и в дальнейшем. Этой датой стала дата фиксации списка (реестра), которая в настоящее время используется на 3 из 5 наших локальных рынков. Рынки, которые не используют еще концепт даты фиксации списка (реестра), согласились внедрить его к 2007/2008 гг. В дополнение к этому они также получили стимул реорганизовать эти даты, чтобы соответствовать стандартному расчетному циклу $T + 3$.

Таким образом, несмотря на первоначальное сопротивление на том основании, что это потребует инвестиций, все 5 рынков планируют обрабатывать выплаты, подлежащие налогообложению, в согласованном виде. Все выплаты, облагаемые налогом, будут иметь экс-дату, следующую через 2 дня после нее дату фиксации списка (реестра), за которой следует дата выплаты. Такой план действий полностью соответствует гармонизации и стандартизации экс-даты и даты фиксации списка (реестра) для денежных дивидендов, предложенным экспертными группами ECSDA, Европейской банковской федерации и Европейского форума по ценным бумагам (ESF).

Введение в Европе даты фиксации списка (реестра), следующей за экс-датой, означает изменения для некоторых участников рынка, требующие дополнительных инвестиций и обучения рынка. Например, согласно новому циклу проведения выплат, розничным клиентам на некоторых рынках надо будет объяснять, почему они больше не смогут торговать вплоть до даты выплаты и оставлять себе доход.

Однако долгосрочная выгода от гармонизации рыночных практик превосхо-

дит краткосрочные затраты. Степень сквозной обработки данных стремительно вырастет, и количество рыночных требований (*market claims*)¹ снизится, что в свою очередь означает, что меньше денег будет потеряно на их обработку и связанных с ними вопросами налогообложения. Текущие цифры от ESF указывают на то, что издержки каждого из его членов составляют как минимум 1 млн евро в год, которых можно будет избежать с помощью гармонизации рыночных практик. Но это является только верхушкой айсберга; работа бэк-офисов клиентов могла бы быть существенно усовершенствована, что привело бы к снижению операционных расходов, если бы существовал единый общеевропейский стандарт обработки по каждому корпоративному событию.

ПОЛОЖИТЬ КОНЕЦ ФРАГМЕНТАРНОСТИ

Рынки, на которых работают центральные депозитарии *Euroclear*, стоят в авангарде дальнейшего продвижения сквозной обработки данных при проведении корпоративных действий. Однако безупречная работа, сделанная к данному моменту, на этих рынках не зацементирована. В сотрудничестве с нашими коллегами мы адаптируем наши планы по гармонизации в соответствии с инициативами ЕС и согласованными отраслевыми стандартами.

Благодаря исчерпывающим рыночным консультациям наши цели по гармонизации корпоративных событий отображают многие другие профильные инициативы, а именно достижение более высокой эффективности, гибкости и снижение рисков. Мы хотим облегчить инвесторам понимание того, что случится с их ценными бумагами и транзакциями под влиянием корпоративных дей-

ствий. Это не должно быть для них сюрпризом. С другой стороны, мы должны также гарантировать эмитентам возможность маневра и нововведений в том, как корпоративные действия доводятся до рынка.

Большой объем работ все еще не завершен в области гармонизации обработки корпоративных действий. Тем не менее мы очень воодушевлены прогрессом гармонизации, достигнутым к настоящему времени. В равной степени это обнадеживающе — видеть, как НДЦ расширяет электронные связи с регистраторами и эмитентами на своем локальном рынке. Эти передовые каналы взаимодействия содействуют беспрепятственной, эффективной и защищенной передаче реквизитов, списка акционеров и другой необходимой информации по корпоративному событию всем финансовым институтам, входящим в цепочку. ■

¹ Рыночное требование — процесс, который в случае необходимости перераспределяет денежные средства, полученные в результате корпоративных событий.

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ вступил в НФА

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» стало членом СРО «Национальная фондовая ассоциация». Решение об этом принято 5 февраля 2007 г. на заседании Совета СРО «Национальная Фондовая Ассоциация». Вступление в эту ассоциацию явилось итогом многолетнего сотрудничества и совместной работы НДЦ и СРО НФА по развитию российского фондового рын-

ка. Среди реализуемых партнерами проектов следует отметить успешную работу в направлении развития инфраструктуры рынка государственных ценных бумаг, операций РЕПО, российских депозитарных расписок. Решение о вступлении НДЦ в НФА было принято на общем собрании членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» 12 декабря 2006 г.



ГАРМОНИЗАЦИЯ ТРАНСГРАНИЧНЫХ РАСЧЕТОВ И КЛИРИНГА. РОЛЬ МЕЖДУНАРОДНОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Андреа Транквилини

менеджер департамента рынков

Центральной и Восточной Европы компании Clearstream

Настоящая статья посвящена взаимодействию Clearstream с локальными игроками на рынке и знакомит российских инвесторов с темой трансграничных расчетов в Европейском союзе.

ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ

С появлением евро многие игроки на европейском пространстве, такие как Европейская комиссия, Европейский центральный банк, Европейский форум по ценным бумагам, Международная Ассоциация Рынков Капитала (ICMA), пытаются найти решение, как усовершенствовать функционирование финансовых рынков ЕС и снизить стоимость трансграничных транзакций с ценными бумагами.

Итогом достижения согласия между большинством игроков рынка стали важнейшие отчеты — доклады Ламфалусси (2002 г.) и Группы Дживаннини (2001, 2003 гг.). Материалы этих документов содержат определение 15 барьеров, существующих на пути к объединенной Европейской клиринговой и расчетной инфраструктуре, и предложения по решению их устранения. 9 барьеров, выявленных Группой Дживаннини, являются результатом различий между странами в законодательстве, регулировании и фискальных процедурах. В этих вопросах существенно прогресса достигнуто не было.

Работу над 6 барьерами поручили участникам рынка. Отмечается, что до-

стигнут прогресс в ликвидации некоторых барьеров, например, связанных с идентификацией ценных бумаг, в частности коды ISIN, практикой корпоративных событий, окончательностью расчетов в течение дня и операционными часами для депозитариев.

Европейской комиссией были созданы рабочие группы (экспертная группа для консультаций и мониторинга клиринга и расчетов (CESAME), группы по юридической достоверности и фискальному соответствию), в которых принимает участие Clearstream. Участники сосредоточили обсуждение на возможности Европейской директивы регулировать сферу трансграничных клиринга и расчетов.

В июле 2006 г. Чарли Мак-Криви, член Европейской комиссии по внутренним рынкам и услугам, выступил с заявлением об отклонении директивы. Вместе с тем, по его мнению, участники рынка должны следовать «Коду поведения». Многие посчитали неслучайным совпадением объявление Европейского центрального банка о возможном распространении использования платежной системы TARGET2 (применяющейся для трансграничных переводов) для расчетов

по ценным бумагам и предоставления их в обеспечение по денежным средствам Центрального банка, которое он сделал через несколько недель после заявления члена комиссии.

Этот выбор, если ему последуют различные эмитенты ценных бумаг и институты по всей Европе, будет способствовать европейской консолидации.

Не менее важно, что Директива по рынку финансовых инструментов (*Market in Financial Instruments Directive, MiFiD*) существенно повысит конкуренцию в сфере торгов акциями на фондовых биржах, формально утвердит право финансовых структур какого-нибудь штата ЕС получать доступ к клиринговой и расчетной системе контрагента в другой стране ЕС с помощью единого паспорта и поможет ликвидировать так называемые барьеры Дживаннини.

Решающую роль в дебатах по поводу создания европейской инфраструктуры играют Clearstream и группа «Дойче Борсе». Последняя одобрила результат двух отчетов Группы Дживаннини и в качестве приоритета поддержала быстрое и всестороннее устранение выявленных барьеров. Вместе с такими ассоциациями рынка, как ECSDA, ESF и ICMA, Группа



внесла существенный вклад в разработку жизнеспособного решения по барьерам № 4, 7 и 3 и претворяет в жизнь постановление по барьеру № 1 (ISO 15002).

ECSDA защищает интересы национальных и международных центральных депозитариев и представляет их на международном уровне при обсуждении технических, финансовых, юридических и регулятивных вопросов. «Дойче Борсе» поддерживает члена комиссии Мак-Криви и внесет свою лепту в разработку «Кодекса поведения» применительно к акциям, которые он представил. Группа продолжит играть активную роль в дальнейшем улучшении эффективности индустрии, что поможет сделать более совершенной клиринговую и расчетную индустрию в будущем.

РОССИЯ

В этом процессе российский рынок слишком долго был сторонним наблюдателем. Только в последние годы, вслед за возросшим дуализмом между двумя крупнейшими депозитарными центрами и с ростом понимания внутреннего потенциала российских финансовых рынков, произошли серьезные изменения: НДЦ стал членом АННА, вступил в Ассоциацию европейских центральных депозитариев и начал рассматривать достаточность основного капитала согласно BASEL II. Группа ММВБ, в которую входит НДЦ, недавно создала центрального клирингового контрагента (Национальный клиринговый центр). НКЦ получил банковскую ли-

цензию и начнет функционировать после создания Центрального депозитария. На этот процесс международное финансовое сообщество смотрит с интересом и некоторыми опасениями.

Инвестиционное сообщество должно осознать тот факт, что рубль все еще является валютой с определенной степенью риска, проведение расчетов, предоставляемое на условиях DVP, находится в начальной фазе, практика управления залогом и кредитование ценными бумагами отсутствуют. Неудивительно, что до сих пор сохраняется неуверенность, связанная с окончательными расчетами по ценным бумагам. Ситуацию может улучшить полная конвертируемость рубля, а также устранение ограничений по расчетам.

Кроме того, проект закона о Центральном депозитарии, который изучается рынком, предполагает отмену перерегистрации посредством установления положения о том, что ЦД может быть единственным номинальным держателем в реестрах. Это существенно упрощает расчетный цикл и обеспечивает принятие в качестве стандарта цикл T + 3.

Никто не отрицает того факта, что, несмотря на сильный потенциал, российский участник БРИК (Бразилия — Россия — Индия — Китай) все еще испытывает трудности. Но для Clearstream и Группы «Дойче Борсе», верящих в российский рынок, важно, что рынок предпринял правильные шаги, для того чтобы через несколько лет стать крупнейшим игроком на финансовом рынке. И этот процесс уже необратим.

Международные обсуждения и более тесное сотрудничество с организациями с мировым признанием также будут способствовать открытию рынка и привлечению иностранных инвесторов. Одно из преимуществ клиринговой и расчетной индустрии заключается в том, что их бизнес-процессы основаны на общих принципах, независимо от местоположения страны. И изобретать колесо — это не вариант.

Конечно, активная роль в различных форумах и организациях принесет пользу локальному рынку. ■

НДЦ поздравляет с Днем рождения

КИТ Финанс и Международный банк развития

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!



РАМГОПАЛ ВИВЕКАНАНД

ПОТРЕБНОСТЬ В СТАНДАРТИЗАЦИИ И ОПЕРАЦИОННОЙ СОВМЕСТИМОСТИ ПРИ ТРАНСФОРМАЦИИ РЫНКОВ КАПИТАЛА

АВТОР СТАТЬИ ВОЗГЛАВЛЯЕТ ПОДРАЗДЕЛЕНИЕ ПО КЛИРИНГОВЫМ И РАСЧЕТНЫМ ПРОДУКТАМ В ИНДИЙСКОЙ КОМПАНИИ TATA CONSULTANCY SERVICES, ЕМУ ПРИНАДЛЕЖИТ КЛЮЧЕВАЯ РОЛЬ В ПРОЦЕССЕ ПОСТРОЕНИЯ МНОГИХ РЫНКОВ КАПИТАЛА ПО ВСЕМУ МИРУ В ТЕЧЕНИЕ ПОСЛЕДНЕГО ДЕСЯТИЛЕТИЯ.

Рынки капитала по всему миру, особенно на развивающихся рынках, проходят радикальную трансформацию. В настоящее время на развивающиеся рынки, включая рынки стран БРИК, приходит больше денежных средств, чем когда либо в истории современного рынка капитала.

В связи с этим возникает несколько вопросов о качестве инфраструктуры рынков капитала в этих странах, особенно об их способности справляться с данным ростом и управлять трансформацией их экономик и рынков, не приводя к повышению рисков глобальной финансовой экосистемы. Закрытый характер большинства этих стран, как в части технологий, так и в части свободы передвижения капитала, повышает эти риски. Устойчивость инвестиций в эти страны, таким образом, зависит от зрелости и надежности инфраструктуры их рынков капитала, их соответствия глобальным стандартам и способности интегрироваться в остальной мир. В этом свете нам необходимо рассматривать важность стандартизации и операционной совместимости при трансформации рынков капитала.

Одной из главных дилемм при проведении модернизации рыночной инфраструктуры в стране является выбор между глобальными стандартами и локальными практиками. Естественно для глобального инвестиционного сообщества ожидать внедрения глобальных стандартов и способствовать ему (рис. 1). Это предоставит им знакомую, предсказуемую бизнес-среду с более низким уровнем рисков и готовую возможность подключения к развитым рынкам. Стандарты, объединенные

с системами, предлагающими операционную совместимость, также приводят к менее дорогостоящим проектам, так как могут быть легко внедрены продукты и сетевые решения, соответствующие глобальным стандартам.

Например, необходимым для рынка является внедрение информационных стандартов, таких как коды *ISIN*, стандартов сообщений, таких как *ISO 15022*, бизнес-стандартов, таких как поставка против платежа, и технологических стандартов, таких как протокол управления передачей (*TCP*)/*IP*. С другой стороны, лидеры, которые продвигают изменения в любой стране, должны устанавливать баланс между необходимостью соответствовать глобальным стандартам и последовательностью в следовании локальным практикам, что необходимо по различным геополитическим и регулятивным причинам. Быстрая, резкая перемена может привести к оттоку ликвидности из системы. Безоговорочно необходимо сделать разумный выбор между правильными подходящими глобальными стандартами и сбалансировать их с локальными практиками, необходимыми в среднесрочной перспективе. Важно сохранить процессы, возникшие в связи с локальными практиками и законодательством, и при этом отказаться от тех, которые были внедрены в связи с множественностью систем, дублированием информации и отсутствием операционной совместимости. Также важно сохранить то, что может быть очень хорошей локальной практикой, даже если это не является глобальным стандартом, но при этом эффективно работает и способствует повышению ликвидности.

Принятие в Южной Африке локализованной модели *BIS 2* является хорошим свежим примером прагматичного подхода к приспособлению глобальной модели для того, чтобы прийти к локальной модели расчетов, которая «работает», не ухудшая эффективность клиринга и расчетов. В объединении с эффективной системой хранения ценных бумаг, автоматизацией корпоративных действий и широким признанием на рынке стандарта *ISO 15022* это трансформировало рынок Южной Африки в один из наиболее эффективных в мире в плане проведения расчетов.

Операционная совместимость является ключевым элементом в достижении сквозной обработки данных (*STP*) без дублирования *IT*-инфраструктуры. Возрастающее признание сервис-ориентированной архитектуры (*Service Oriented Architecture, SOA*) должно существенно облегчить операционную совместимость между системами в любой части мира в будущем. Становится возможным для глобальных настоящих клиентов, локальных платежно-клиринговых домов и банков почти сразу же подсоединиться к системам, которые поддерживают глобальные стандарты сообщений, такие как *ISO 15022*. Это значительно снижает время и расходы, необходимые для интеграции, а кроме того, создает глобальным финансовым институтам комфортные условия, дает им возможность работать с моделью, которую они понимают, и обмениваться сообщениями через безопасную глобальную сеть.

Создание Международной финансовой биржи (*Dubai International Financial Exchange, DIFX*) в Дубае является ярчай-



шим примером, который подтверждает необходимость создания среды, в которой используются глобальные стандарты с готовой возможностью подключения к остальному миру, в регионе, в котором во всем остальном доминируют локальные практики. Несомненно, это концепт с прицелом на будущее.

Трансформация рынков капитала может быть упрощена за счет следующих шагов:

- создание рабочей группы, включая участников рыночной инфраструктуры, таких как биржи, депозитарии, клиринговые организации, и участников рынка, таких как брокеры, кастодианы и банки;
- принятие Модели рыночной трансформации (MPT), (Market Transformation Model, MTM) основанной на обсуждениях вышеобозначенной группы, которая создаст проект по дальнейшему направлению рынка (рис. 2).

Каждому рынку, начинающему проект по модернизации инфраструктуры рынка капитала, необходимо создать свою модель рыночной трансформации посредством обсуждения в рабочей группе, которая может трансформировать сформировавшееся видение в детали, необходимые для создания здоровой экосистемы. Эта модель должна включать системы и процессы бирж, клиринговых и расчетных организаций, расчетных систем, посредников и кастодианов, даже трансфер-агентов и эмитентов.

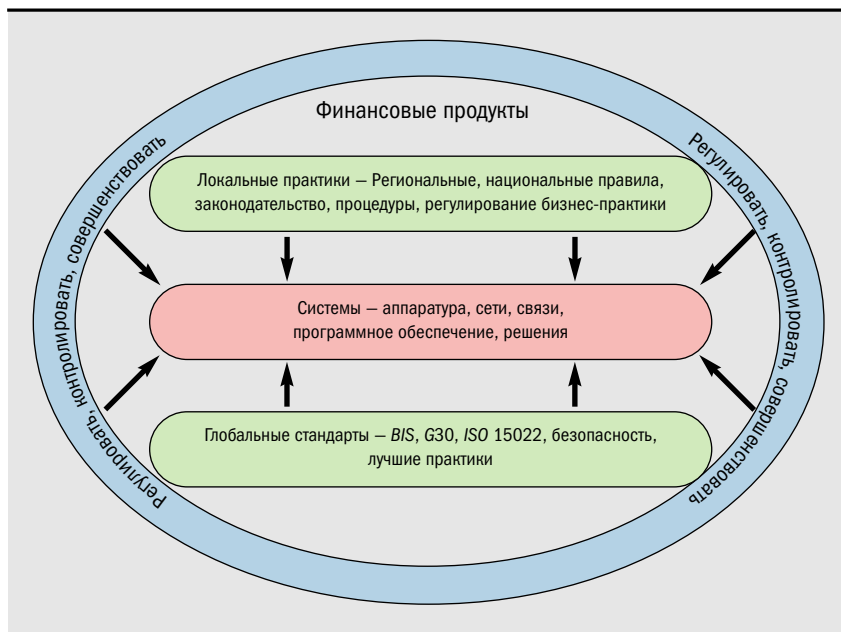
Первым шагом в создании MPT является идентификация глобальных стандартов с наилучшей практикой, существующей на локальном рынке. Некоторые глобальные стандарты и практики могут перенимать единообразно большинство стран, в частности дематериализацию, независимость от регулятивных и надзорных механизмов, поставку против платежа, включая окончательность перевода в течение дня, автоматизацию корпоративных действий, принятие стандарта ISO 15022 и проведение расчетов с денежными средствами центрального банка, с использованием системы валовых платежей в режиме реального времени.

Во же время, необходимо обратить дополнительное внимание на выбор модели клиринга, структуры регистрации акций, процедуры управления и даже сетей. Даже в случае со структурой рынка некоторые страны достигли успеха за счет разделения торгов, клиринга и депозитарных функций в независимых организациях, другие, такие как страны Ближнего Востока, достигли существенного снижения расходов, используя вертикальную интеграцию. Поэтому необходимо рассмотреть, обсудить и эффективно

Рисунок 1. ДИЛЕММА, СВЯЗАННАЯ С ВЫБОРОМ СТАНДАРТОВ



Рисунок 2. МОДЕЛЬ РЫНОЧНОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ



но использовать наработки рабочей группы для выбора глобальных стандартов, применимых на каждом из рынков, и взять их за базу MPT.

Следующим шагом является выбор правильной системы. Здесь не существует простого решения, тем более в случае с централизованными клиринговой и расчетной системами, так как они являются стержнем, вокруг которого строят свои системы кастодианы, институты и посредники. Эти системы, операторы которых – в основном некоммерческие организации, являются центральным двигателем MPT. Важно выбрать системные решения и сети, работающие в локальной среде, с правильной ценой, уровнем ра-

ботоспособности и мощности. Необходимо достижение правильного баланса между экономической эффективностью и стабильностью системы.

Глобальная финансовая экосистема в настоящее время является сетью локальных финансовых систем, через которые циркулируют национальные сбережения. С ростом капитала, перетекающего на развивающиеся рынки, для них критичным становится полная интеграция в глобальные финансовые рынки за счет внедрения глобальных стандартов и использования систем, гарантирующих операционную совместимость, с использованием в качестве агента по изменению модель рыночной трансформации. ■



Юрий Чеботарев

руководитель службы нормативно-технологического обеспечения ЭДО НДЦ,
канд. техн. наук

ЭДО НДЦ: ОТ МАГНИТНЫХ НОСИТЕЛЕЙ ДО ИНТЕРАКТИВНОГО ДОСТУПА. ЧАСТЬ 2¹

Предлагаем вам вторую часть статьи руководителя службы нормативно-технологического обеспечения ЭДО НДЦ Юрия Чеботарева об истории развития систем электронного документооборота в НДЦ. В своем исследовании Ю.Чеботарев исходит из того, что НДЦ создавался и развивался как электронный депозитарий. И 10-летняя история существования НДЦ неразрывно связана с историей развития электронного документооборота (ЭДО).

1999 г.

Была продолжена работа по организации электронного документооборота между НДЦ и его клиентами. Разработана и подготовлена к тестированию новая версия Прикладного Программного Обеспечения Системы Головного Депозитария (ППО СГД), ориентированная на рынок корпоративных ценных бумаг.

В составе технического комплекса ММВБ для обеспечения бесперебойной деятельности НДЦ в случае потери работоспособности основного комплекса (ГЦИ Банка России) развернут резервный вычислительный комплекс СГД.

Основной и резервный ВЦ, на которых установлены комплексы СГД, спроектированы с учетом множественного резервирования как вычислительных комплексов, так и телекоммуникационного оборудования. Кроме того, использовались услуги различных сетевых провайдеров, что увеличивало надежность взаимодействия рабочих мест депонентов с аппаратно-программным комплексом СГД.

При обслуживании рынка корпоративных ценных бумаг НДЦ использовал в качестве технического центра Торговый комплекс ММВБ, также реализованный на базе серверов *Hewlett-Packard* серии 9000 модели T520. Вычислительный центр ММВБ также был оборудован сис-

темами бесперебойного питания и средствами пожаротушения.

В 1999 г. в промышленную эксплуатацию запущена версия 4.1 СГД, позволявшая перевести расчеты по бумагам Сибирской биржи (СМВБ) в НДЦ.

Основной задачей НДЦ при организации электронного документооборота являлось предоставление депонентам удобных и надежных средств управления собственными счетами депо.

В НДЦ были разработаны и предлагались различные варианты информационного взаимодействия с депонентами.

На рисунке эти варианты схематично показаны применительно к приему-передаче поручений и отчетов.

Одним из направлений работы НДЦ по организации электронного документооборота являлось обеспечение установки Удаленных рабочих мест (УРМ) СГД. Используя средства УРМ СГД, депонент имел возможность непосредственно работать с базой данных СГД и получать весь комплекс депозитарных услуг в режиме реального времени. По такой схеме работали с НДЦ крупнейшие операторы рынка ценных бумаг: ЦБ РФ, Сберегательный банк РФ, Внешторгбанк и др.

Локальное рабочее место СГД («Редактор поручений»), разработчиком которого являлся НДЦ, позволяло депонентам, лишенным прямого доступа к СГД по выделенным корпоративным кана-

лам, автоматизировать процесс подготовки поручений. В дальнейшем Локальное рабочее место СГД должно было обеспечивать извлечение из электронной почты пакетов с отчетами об исполнении поручений, посланными из НДЦ, и просматривать отчеты с помощью сервера *ActiveX* системы *Seagate Crystal Reports*, а также выполнять подготовку почтовых сообщений с поручениями, взаимодействуя при этом с почтовыми клиентами, поддерживающими интерфейс *MAPI (Messaging Application Programming Interface)*, и серверами автоматизации защищенной электронной почты X.400.

Кроме того, Локальное рабочее место СГД обеспечивало выполнение всех операций, связанных с криптографической обработкой электронных документов.

Таким образом, Локальное рабочее место СГД постепенно приобретало функциональные возможности депозитарного рабочего места СГД, используя которое при наличии электронной почты *Open Mail* ММВБ или защищенной электронной почты X.400 депонент НДЦ получал практически функционально полный удаленный доступ к своим счетам в СГД.

Основным приоритетом в работе НДЦ по организации и совершенствованию электронного документооборота были наши партнеры и клиенты.

¹ Продолжение. Начало см.: «Депозитариум». 2007. №1.





Подписаны соответствующие договоры и организован электронный документооборот с использованием средств криптографической защиты информации с ММВБ, ДКК, ОАО «Центральный Московский Депозитарий». На основе почтовой системы *Open Mail* ММВБ организован обмен электронными документами с отделением НДЦ в Санкт-Петербурге, а также со всеми Региональными представителями НДЦ в Новосибирске, Владивостоке, Екатеринбурге, Самаре, Нижнем Новгороде и Ростове-на-Дону. В результате значительно снижены сроки прохождения документов, а следовательно, и исполнения операций наших клиентов с ценными бумагами.

Таким образом, НДЦ стремился в полной мере использовать преимущества электронного документооборота по сравнению с традиционным бумажным.

В 1999 г. НДЦ стал членом Ассоциации документальной электросвязи (АДЭ).

Как участник Ассоциации НДЦ активно включился в работу по содействию в развитии документальной электросвязи, интеграции ее сетей и служб в единую инфраструктуру документальной электросвязи России, обеспечении требуемого объема и качества услуг документальной электросвязи, предоставляемых потребителям на территории России, а также по поддержке и содействию государственным органам и коммерческим структурам, осуществляющим деятельность в области документальной электросвязи.

АДЭ по заданию Государственного комитета РФ по телекоммуникациям проводила активную работу по подготовке и внесению в Правительство РФ проекта Федерального закона «Об электронной цифровой подписи» и других законодательных актов, направленных на организацию электронного документооборота и электронного ведения бизнеса в России.

В НДЦ проводится большая работа по предоставлению возможности депонентам использовать для информационного взаимодействия с НДЦ защищенную электронную почту X.400.

В декабре 1999 г. НДЦ принял активное участие во 2-й Международной конференции «Электронное ведение бизнеса в России — путь к открытому глобальному рынку», проводимой АДЭ при поддержке Гостелекома России и 13-го Генерального директората Европейской комиссии.

В рамках европейского проекта ТАСИС в декабре 1999 г. НДЦ был подписан Меморандум о внедрении международных стандартов финансовых коммуникаций (ИСО 15022) на фондовом рынке РФ, который также подписали Общество *S.W.I.F.T.*, ММВБ и Расчетная палата ММВБ.

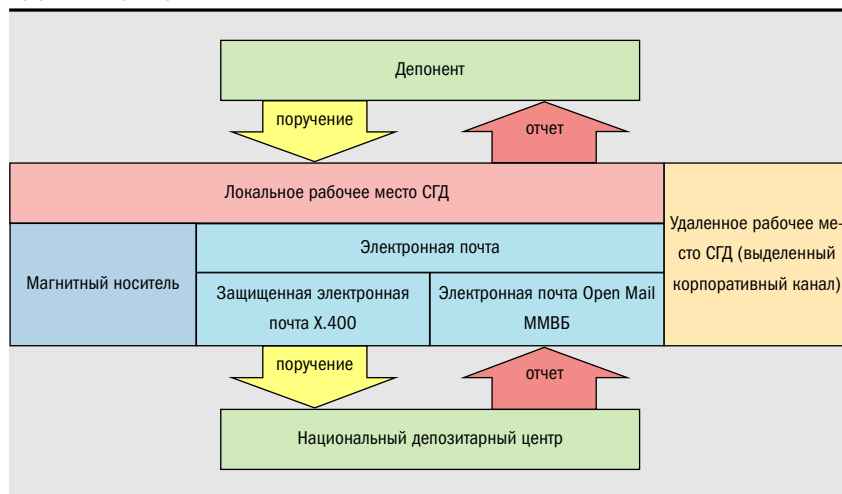
НДЦ принимает участие в работе Национальной рабочей группы по анализу практики российского фондового рынка, которая была создана в РФ в ноябре 1999 г. В задачи группы входит анализ используемых участниками российского рынка электронных документов и возможности использования международного стандарта ИСО 15022 для финансовых сообщений по ценным бумагам. В работе указанной группы также принимают участие представители ДКК, РОСБАНКа, АКБ «Сбербанк России», Некоммерческого

2. Организация и внедрение полнофункционального электронного документооборота между региональными депонентами и НДЦ (филиалами, региональными представителями).

3. Организация и внедрение опытно-промышленной эксплуатации СЭД НДЦ с московскими депонентами с использованием 3 типов электронной почты через ППО «Почтовый диспетчер».

В ходе реализации этих проектов в НДЦ совершенствовались программно-технические средства и нормативно-пра-

СХЕМА ВАРИАНТОВ ИНФОРМАЦИОННОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ НДЦ И ДЕПОНЕНТОВ ПРИ ПРИЕМЕ/ПЕРЕДАЧЕ ПОРУЧЕНИЙ И ОТЧЕТОВ



партнерства «Фондовая биржа РТС», ММВБ.

Переход на эти стандарты отечественных участников фондового рынка обеспечивал их взаимодействие с зарубежными партнерами, что было важно для адаптации российских финансовых организаций к глобализации финансовых рынков. В этот период в НДЦ также рассматривается вопрос о подключении к международной системе финансовых коммуникаций (*S.W.I.F.T.*) и проводятся соответствующие подготовительные работы.

2000 Г.

НДЦ в 2000 г., следуя своей принципиальной позиции по предоставлению депонентам различных вариантов удобного и надежного удаленного доступа к собственным счетам депо, продолжал наращивать усилия по совершенствованию организации электронного документооборота с депонентами и своими партнерами.

2000 г. для НДЦ характеризовался разработкой и внедрением в практику информационного взаимодействия с депонентами следующих проектов:

1. Организация и внедрение электронного документооборота с использованием защищенной электронной почты X.400.

новая база, развивались технологии, обеспечивающие электронный документооборот.

В этом году НДЦ первым на фондовом рынке предоставил возможность всем своим депонентам отправлять поручения депо и получать соответствующие отчеты с использованием общедоступных каналов электронной почты *Internet E-Mail* (например, *Microsoft Outlook* или *Microsoft Exchange*).

Это стало возможным за счет внедрения в 2000 г. новых технологических и технических решений. В частности, технология приема и обработки электронных документов по любому из 3 типов электронной почты (электронная почта *Open Mail* ММВБ, защищенная электронная почта X.400 и *Internet E-Mail*) позволяет депоненту не только получать квитанцию о получении, но и отслеживать прохождение основных этапов обработки отправленных в НДЦ электронных документов (получение, прием к исполнению, отчет об исполнении), а также осуществлять ежедневную сверку отправленных/принятых электронных документов.

Декабрь 2000 г. можно считать временем рождения программного обеспечения «Почтовый диспетчер».



Получил новый импульс процесс развития электронного взаимодействия между НДЦ и регистраторами. В частности, установлены договорные отношения об организации электронного документооборота с регистратором Сбербанка РФ Регистраторским обществом «Статус», а также одним из крупнейших регистраторов Сибирского региона ООО «Иркутское фондовое агентство» (ИФА). К сожалению, по ряду причин практическая реализация тех договоров в то время так и не состоялась.

20 марта 2000 г. НДЦ начал прием списков владельцев ценных бумаг в виде электронного документа, подписанного электронной цифровой подписью.

В 2000 г. получило развитие информационное взаимодействие с партнерами НДЦ. В частности, подписаны соответствующие договоры и организован электронный документооборот с использованием средств криптографической защиты информации с Сибирской межбанковской валютной биржей, которую НДЦ обслуживает в качестве расчетного депозитария.

15 мая открыт филиал НДЦ в Новосибирске.

15 июня Санкт-Петербургское отделение НДЦ преобразовано в филиал.

При Ростовской валютно-фондовой бирже создается Ростовский филиал НДЦ.

В целях уменьшения затрат депонентов на перерегистрацию ценных бумаг разрабатывается технология взаимодействия с региональными реестрами и депозитариями при участии филиалов НДЦ.

Развитие региональной инфраструктуры НДЦ активизировало деятельность региональных депонентов. Объем сделок участников торгов в регионах в 2000 г. вырос более чем в 2 раза, а количество региональных депонентов увеличилось на 28%, достигнув 134. Наибольший прирост числа депонентов наблюдался в Санкт-Петербурге, Нижнем Новгороде и в Новосибирске.

Благодаря внедрению электронного документооборота с использованием каналов электронной почты почти половину из них составили «удаленные» депоненты, расположенные за пределами городов — местонахождения филиалов или представителей НДЦ (14 депонентов).

Переход на новую схему электронного документооборота с использованием доступных каналов связи (*Internet*) позволил обеспечить региональным депонентам доступ к счетам депо напрямую, минуя филиалы и представителей НДЦ.

1 марта НДЦ и Российская Национальная Ассоциация Членов *S.W.I.F.T.*

(РОССВИФТ) в рамках мероприятий, предусмотренных Меморандумом НДЦ, ММВБ и РОССВИФТа, провели ознакомительный семинар для профессиональных участников фондового рынка — клиентов НДЦ. Выявлена заинтересованность крупных клиентов НДЦ в переходе на электронный документооборот с использованием международного стандарта *ISO 15022* и системы электронной доставки документов *S.W.I.F.T.*

Одним из приоритетных направлений работы в этой области должно было стать внедрение в электронный документооборот НДЦ международного стандарта *ISO 15022*.

Реализация данного проекта позволила бы, в частности:

- обеспечить возможность обработки электронных сообщений, оформленных в соответствии с требованиями единых международных стандартов;
- создать условия для установления корреспондентских междепозитарных отношений с международными депозитарными организациями (*EUROCLEAR*, *CLEARSTREAM*) и формирования эффективной системы связи с филиалами иностранных банков, выполняющих функции депозитариев в России;

- внедрить технологию сквозной автоматизированной обработки информации (от принятия поручения на исполнение до передачи соответствующих отчетов депоненту), обеспечив оперативность, надежность, точность и непрерывность расчетов по операциям с ценными бумагами;

- оптимизировать количество электронных документов в системе ЭДО НДЦ.

Очередным этапом развития данного проекта должна была стать реализация возможности передачи электронных документов в формате *ISO 15022* с использованием транспорта *S.W.I.F.T.*

Таким образом, электронный документооборот из средства технологического обеспечения исполнения депозитарных операций превращался бы в дополнительную самостоятельную услугу, доступную клиентам НДЦ.

В 2000 г. СГД продолжает функционировать на вычислительных центрах, развернутых на технических средствах Главного центра информатизации (ГЦИ) Банка России и программно-технического комплекса (ПТК) ММВБ.

Вычислительный центр, функционирующий в ГЦИ Банка России, представлял собой вычислительный комплекс, построенный на основе промышленных серверов *Hewlett-Packard HP 9000* модели *T520*, имеющих доступ к общим дисковым массивам *Hewlett-Packard Nike 20* и образующих в совокупности кластер «вы-

сокой готовности». Такая архитектура системы позволяла значительно повысить ее отказоустойчивость, что являлось залогом надежного функционирования депозитарной системы.

Для решения задач резервирования на базе ПТК был создан резервный вычислительный центр СГД. Резервный центр был реализован на базе серверов *Hewlett-Packard HP 9000* модели *V2200* и дисковых массивах *Hewlett-Packard XP256*. Оснащение резервного центра и конфигурация сети передачи данных позволяли в случае выхода из строя основного вычислительного центра перевести эксплуатацию депозитарной системы на резервный вычислительный центр в соответствии с установленной процедурой.

Вычислительные центры были спроектированы с учетом многократного резервирования как вычислительных средств, так и телекоммуникационного оборудования. Для создания резервных копий и архивов данных применялись накопители на магнитных лентах. Вычислительные центры были оборудованы системами гарантированного питания, средствами пожаротушения и кондиционирования.

Сеть автоматизированной информационной системы НДЦ функционировала на базе корпоративной вычислительной сети ММВБ. Магистраль сети была выполнена по технологии *ATM*, а все рабочие места объединены в виртуальные локальные сети (*VLAN*). Механизм маршрутизации *VLAN* позволял добиться максимального удобства при работе с виртуальными сетями. Виртуальные локальные сети разделяли трафик различных групп пользователей на аппаратном уровне, что, в свою очередь, способствовало проведению политики строгого разграничения прав доступа. Соответственно, несмотря на использование одной и той же сетевой инфраструктуры, «боевая» сеть, обеспечивающая функционирование СГД, и сеть самого офиса НДЦ на практике были фактически полностью изолированы друг от друга. Передача данных между сетями *VLAN* осуществлялась при помощи шлюза. ■

Продолжение в следующем номере.



ВВЕДЕНИЕ УПРОЩЕННОЙ ПРОЦЕДУРЫ ПРИЕМА АКЦИЙ НА ОБСЛУЖИВАНИЕ В НДЦ

Елена Ульянова

Заместитель начальника Управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами НДЦ

26 января 2007 г. НДЦ ввел упрощенную процедуру приема акций на обслуживание.

Введение упрощенной процедуры было продиктовано потребностью депонентов НДЦ, обращавшихся в НДЦ с просьбами упростить процедуру приема акций на обслуживание, а также расширить список обслуживаемых акций, что предоставило бы депонентам более широкие возможности для эффективного управления портфелем ценных бумаг, хранимых в НДЦ.

В целях эффективного решения данной проблемы НДЦ провел ряд мероприятий, направленных:

- на установление основных критериев, определяющих возможность «комфортного» приема на обслуживание в НДЦ акций новых эмитентов;
- на выявление предпочтений клиентов в отношении приема на обслуживание в НДЦ акций новых эмитентов;
- на определение перечня дальнейших действий НДЦ по расширению списка обслуживаемых в НДЦ акций.

Проведенный в рамках этой работы НДЦ опрос депонентов позволил НДЦ определить факторы, влияющие на решение депонентов инициировать прием акций на обслуживание в НДЦ, а также составить перечень эмитентов ценных бумаг, наиболее востребованных депонентами для первоочередного приема их на обслуживание в НДЦ.

На основании анализа результатов опроса депонентов НДЦ разработал упрощенную процедуру приема акций на обслуживание, предоставляющую депонентам достаточно простой и быстрый способ инициировать прием акций на обслуживание и осуществить зачисление их на свой счет депо в НДЦ.

Введенная с 26 января этого года упрощенная процедура приема акций на обслуживание действует только в отношении акций открытых акционерных обществ, соответствующих следующим критериям:

- Выпуску акций присвоен код *ISIN*.
- Выпуску акций присвоен код РТС.
- Ведение реестра владельцев ценных бумаг осуществляется регистратором, который имеет место нахождения/филиал в Москве или регионе нахождения филиала/представителя НДЦ, либо заключил с НДЦ договор об электронном документообороте, либо заключил с ЗАО «ДКК» или ОАО АКБ «РОСБАНК» договор о трансфер-агентских отношениях.

В случае если выпуски акций эмитентов отвечают данным критериям, то для принятия их на обслуживание в НДЦ требуется предоставить только «Заявку на прием ценных бумаг на обслуживание (акций)», составленную по стандартной форме. Заявка должна быть подписана уполномоченным лицом, заверена печатью организации и предоставлена в НДЦ в бумажной форме. При этом НДЦ оставляет за собой право запросить у депонента, направившего в НДЦ «Заявку на прием ценных бумаг на обслуживание (для акций)», дополнительную информацию об эмитенте или его ценных бумагах.

По сравнению с действующим в НДЦ стандартным порядком приема ценных бумаг на обслуживание новая процедура значительно упростила депонентам условия инициирования приема на обслуживание в НДЦ акций эмитентов, отвечающих ее требованиям.

Установление основных критериев упрощенной процедуры приема акций на обслуживание и введение ее в действие с 26 января этого года стало одним из основных направлений работы НДЦ по либерализации условий расширения списка обслуживаемых в НДЦ ценных бумаг.

Другим направлением этой работы стало определение списка эмитентов акций, отвечающих требованиям упрощенной процедуры и наиболее востребованных депонентами. По результатам проведенного в декабре 2006 г. опроса депонентов о приеме акций на обслуживание по упрощенной процедуре НДЦ составил список из 300 эмитентов акций, которые часто упоминались в ответах депонентов как наиболее востребованные для приема на обслуживание в НДЦ и приступил к приему их на обслуживание.

Выпуски акций эмитентов, включенных в список предпочтительных депонентов по итогам проведенного в декабре 2006 г. опроса, НДЦ принимает на обслуживание без дополнительных заявок со стороны депонентов. В январе 2007 г. на обслуживание в НДЦ были приняты акции 55 новых эмитентов из этого списка.

Вместе с тем в НДЦ стали поступать первые заявки депонентов о приеме на обслуживание по упрощенной процедуре акций эмитентов, не вошедших в этот список, но отвечающих критериям упрощенной процедуры. НДЦ получает первые отклики от депонентов, удовлетворенных новыми условиями приема ценных бумаг на обслуживание, позволившими им значительно повысить эффективность управления портфелем ценных бумаг, существенно сократить сроки и снизить расходы на проведение операций с ценными бумагами.

Ведение упрощенной процедуры приема акций на обслуживание в НДЦ не отменяет действие стандартного порядка приема ценных бумаг на обслуживание. Упрощенная процедура действует только в отношении акций открытых акционерных обществ, отвечающих требованиям этой процедуры. Прием на обслуживание ценных бумаг, не соответствующих критериям упрощенной процедуры, осуществляется в соответствии со стандартной процедурой.

Условия упрощенной процедуры приема акций на обслуживание в НДЦ и используемая для этого стандартная форма «Заявки на прием ценных бумаг на обслуживание (для акций)», а также условия стандартной процедуры приема ценных бумаг на обслуживание в НДЦ размещены на сайте НДЦ www.ndc.ru в разделе «Услуги» и в блоке «Ценные бумаги» главной страницы сайта.

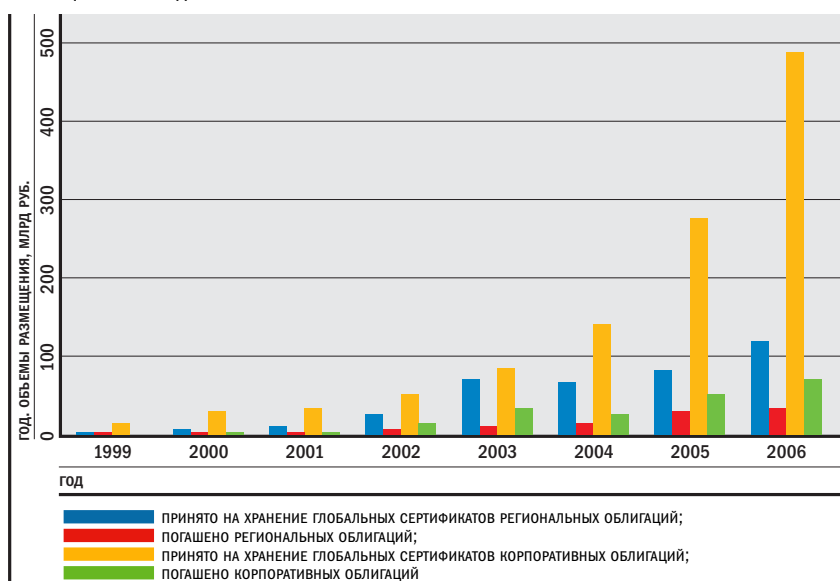
Прозрачность технологий, простота операций и комфортное обслуживание депонентов — главные цели, к которым стремится НДЦ в своей работе. Введение упрощенной процедуры приема акций на обслуживание призвано решить одну из многих задач на пути НДЦ к поставленным целям. ■

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



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

ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРИОД С 1999–2006 ГГ.



Всего на 1 января 2007 г. в НДЦ, как уполномоченном депозитарии, находится на обслуживании 596 выпусков (с учетом траншей выпусков, обращение которых осуществляется траншами) корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 31 декабря 2006 г.) 421 эмитента общей номинальной стоимостью 1201,64 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещаться после 31 декабря 2006 г.):

- 105 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 51 эмитента общей номинальной стоимостью 300,29 млрд руб.;

- 491 выпуск корпоративных облигаций 370 эмитентов общей номинальной стоимостью 901,35 млрд руб.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 491 выпуска корпоративных облигаций общим объемом 901,35 млрд руб. с датой погашения после 31 декабря 2006 г. (табл. 1)

показывает, что по состоянию на 1 января 2007 г. на рынке корпоративных облигаций преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 2 до 3 лет – на них приходится 46% по количеству выпусков и 35% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска равен 1,383 млрд руб., а средний срок обращения – 1082 дня (примерно 3 года).

По объему выпуска преобладают корпоративные облигации со сроком обращения от 3 до 5 лет – на эту группу корпоративных облигаций приходится 46% по данному показателю (средний объем выпуска – 2,182 млрд руб. по номиналу) и 39% по количеству выпусков, а средний срок обращения – 1526 дней (примерно 4,2 года).

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аналогичный анализ по срокам обращения 105 выпусков региональных облигаций общим объемом 300,29 млрд руб. с датой погашения после 31 декаб-

ря 2006 г. показывает, что по состоянию на 1 января 2007 г. среди обращающихся региональных облигаций преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3 до 5 лет – на них приходится 50% по количеству выпусков и 42% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По этой группе облигаций средний объем выпуска составляет 2,387 млрд руб., а средний срок обращения – 1413 дней (примерно 3,9 года).

ИНФОРМАЦИЯ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 2006 Г.

За 2006 г. объемы биржевого (данные ФБ ММВБ) и внебиржевого (данные НДЦ) оборотов корпоративных и региональных облигаций (негосударственных ценных бумаг или НГЦБ) составили 5054,5 и 809,9 млрд руб. соответственно (табл. 4). Для сравнения: оборот государственных ценных бумаг (ГЦБ) Российской Федерации за 2006 г. составил 517 млрд руб. (табл. 3).

Общий оборот биржевого и внебиржевого рынков за 2006 г. (всего по ГЦБ и НГЦБ) составил 6381,4 млрд руб. (табл. 5). Доля оборота с ГЦБ составила 8%, с региональными – 22%, с корпоративными – 70%.

Лидеры по итогам 2006 г. по биржевому (ФБ ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) оборотам корпоративных и региональных облигаций приведены в табл. 6, а по количеству операций – в табл. 7. В табл. 8 приведены сводные данные по итогам 2006 г. по количеству сделок на биржевом (ФБ ММВБ) и внебиржевом (НДЦ) рынках корпоративных и региональных облигаций. ■


Таблица 1. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	31 (6)	31 644 (4)	1 021	697
От 2 до 3 лет	227 (46)	314 026 (35)	1 383	1 082
От 3 до 5 лет	191 (39)	416 753 (46)	2 182	1 526
Более 5 лет	42 (9)	138 925 (15)	3 308	2 665
Итого	491 (100)	901 348 (100)	1 836	1 362

Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков региональных облигаций		Средние значения на один выпуск региональных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	6 (6)	2 410 (1)	402	637
От 2 до 3 лет	22 (21)	17 140 (6)	779	1 025
От 3 до 5 лет	53 (50)	126 519 (42)	2 387	1 413
Более 5 лет	24 (23)	155 221 (51)	6 468	2 603
Итого	105 (100)	301 290 (100)	2 869	1 559

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

Сектор/актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГКО	–	–	–
ОФЗ	517	–	517
Итого	517	–	517

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

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	1 298,7	135,4	1 434,1
Корпоративные облигации	3 755,8	674,5	4 430,3
Итого	5 054,5	809,9	5 864,4

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

Сектор/актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГЦБ	517	–	517
НГЦБ	5 054,50	809,9	5 864,40
Итого	5 571,5	809,9	6 381,4

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

Облигации	Оборот, млрд руб.	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	293,42	7
ФСК ЕЭС об02	175,07	4
РЖД об07	151,99	3
РЖД об05	143,27	3
ФСК ЕЭС об03	130,28	3
Прочие	3 536,38	80
Региональные облигации		
Правит. Московской обл. об06	217,41	15
Москва об39	168,77	12
Правит. Московской обл. об05	146,33	10
Москва об44	113,41	8
Правит. Московской обл. об04	74,39	5
Прочие	713,60	50

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

Облигации	Оборот, сделок	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	6 520	2
ЦентрТелеком об04	5 724	2
ФСК ЕЭС об03	5 174	2
РуссНефть об01	4 627	1
ФСК ЕЭС об02	4 620	1
Прочие	290 534	92
Региональные облигации		
Москва об39	5 512	7
Правит. Московской обл. об05	5 102	7
Правит. Московской обл. об06	5 037	7
Москва об44	3 003	4
Правит. Московской обл. об04	1 986	3
Прочие	53 087	72

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

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные	69 895	3 832	73 727
Корпоративные	300 436	16 763	317 199
Итого	370 331	20 595	390 926

ИТОГИ 2006 Г.: БИРЖЕВОЕ И ВНЕБИРЖЕВОЕ ОБРАЩЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ, СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ



Владимир Лагунов

начальник управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами НДЦ, канд. экон. наук

Александр Морозов

начальник отдела корпоративных действий и информации НДЦ

К концу 2006 г. суммарный объем корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций (корпоративных и региональных облигаций — КО и РО) с обязательным централизованным хранением в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (НДЦ), находящихся в обращении, достиг и превысил 1 трлн руб. Прошедший 2006 г. стал годом «удвоения», как и 2005 г., по объему размещения корпоративных облигаций: в 2006 г. было размещено КО по номиналу выпусков немногим меньше 490 млрд руб. против 275 млрд руб. в 2005 г. и 142 млрд руб. в 2004 г. На рынке региональных облигаций объем их выпусков с датой начала размещения в 2006 г. хоть и составил почти 119 млрд руб. против 80,6 млрд руб. в 2005 г., но фактически объем региональных облигаций, размещавшихся в 2006 г., составил 49 млрд руб., так как в 2006 г. Москва выпустила облигации на 70 млрд руб. с «плановой» датой начала размещения в декабре 2006 г., но эмитент не проводил в 2006 г. их размещение.

Для анализа темпов роста рынка корпоративных и региональных облигаций не только важно знать динамику

развития рынка в сумме объемов КО и РО, но и необходимо отдельно рассмотреть темпы развития в этот период биржевого и внебиржевого рынка корпоративных облигаций (КО) и аналогично по рынку региональных облигаций (РО). В табл. 1 представлены данные за 4 квартала 2006 г. и для сопоставления данные за IV кв. 2005 г., характеризующие поквартальную динамику изменения объемов хранящихся в НДЦ глобальных сертификатов КО и РО (на последний день квартала и с датой погашения после этого дня) и динамику изменения объемов их биржевого (на ФБ ММВБ) и внебиржевого обращения (НДЦ) в млрд руб. за квартал.

Приведенные в таблице 1 и на рис. 1–5 данные рассчитаны на основе информации по объемам биржевого и внебиржевого оборота корпоративных облигаций (КО), субфедеральных и муниципальных облигаций (РО), которая ежемесячно публикуется в Бюллетене «Сделки на рынке негосударственных облигационных займов» (далее — Бюллетень), выпускаемом НДЦ совместно с ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ). Выпуски КО и РО, информация по которым включена в Бюллетень, при-

няты на обслуживание в НДЦ, осуществляющий их обязательное централизованное хранение, и торгуются на Фондовой бирже ММВБ (ФБ ММВБ). Сделки РЕПО включены как в биржевые, так и во внебиржевые операции. В Бюллетень информация по внебиржевым сделкам предоставлена НДЦ, при этом под внебиржевой сделкой понимается исполненный НДЦ внутридепозитарный перевод между счетами депо депонентов НДЦ. Публикуемые в Бюллетене и использованные при написании этой статьи показатели биржевого и внебиржевого оборотов рассчитываются по номиналу облигаций.

Как видно из рис. 1, в каждом квартале в 2004–2005 г. объем выпусков корпоративных облигаций, находящихся в обращении на конец квартала, превышал объем их биржевого оборота за квартал, а внебиржевой оборот был по своим объемам вполне сопоставим с биржевым оборотом КО, составляя от 80 до 50% от биржевого оборота. В I кв. 2006 г. впервые биржевой оборот корпоративных облигаций за квартал (582 млрд руб.) сравнялся и даже немного превысил объем КО, находящихся в обращении на конец квартала (574 млрд руб.), а во II–III–IV кв.

Таблица 1. СВОДНЫЕ ДАННЫЕ ЗА IV кв. 2005 г. и I–IV кв. 2006 г. ПО СРЕДНЕМУ ОБЪЕМУ ВЫПУСКОВ, ОБЪЕМАМ БИРЖЕВОГО ОБОРОТА РО И КО (НА ФБ ММВБ) И ИХ ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА (НДЦ)

Показатель	Сегмент	IV кв. 2005 г.	I кв. 2006 г.	II кв. 2006 г.	III кв. 2006 г.	IV кв. 2006 г.
Объем хранимых в НДЦ выпусков (глобальных сертификатов, с учетом дополнительных выпусков) облигаций на последний день квартала и с датой погашения после этого календарного дня, млрд руб.	РО	213	212	224	228	300
	КО	480	574	623	734	901
Биржевой оборот облигаций за квартал (на ФБ ММВБ в 2005–2006 гг.), млрд руб./квартал	РО	242	201	279	345	473
	КО	419	582	770	991	1413
Внебиржевой оборот облигаций за квартал (данные НДЦ), млрд руб./квартал	РО	87	29	43	37	26
	КО	209	159	169	160	187

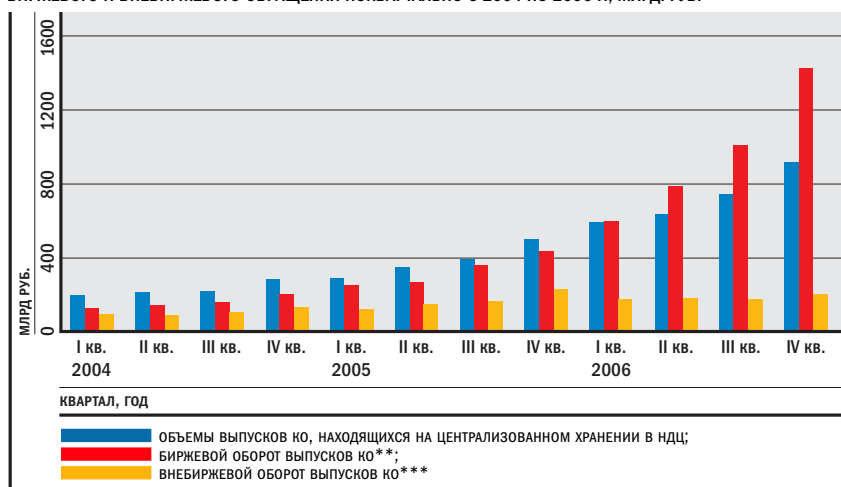


2006 г. объемы биржевого оборота за квартал превысили объем КО, находящихся в обращении на конец квартала, на 24, 35 и 57%, соответственно. Объем же внебиржевого оборота КО в первых 3 кварталах 2006 г. был почти неизменен и составлял 159 – 169 млрд. руб./квартал, лишь в IV кв. имел место рост до уровня 187 млрд руб./квартал. При этом все 4 квартала 2006 г. уменьшалась доля внебиржевого оборота КО в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО в квартал. II–IV кв. 2006 г. и по количеству сделок биржевого оборота КО были кварталом «роста» (до рекордных 100 тыс. сделок в IV кв. 2006 г.), а на внебиржевом рынке КО I–III кв. были кварталами «стагнации» (на уровне 3,7 – 4,0 тыс. сделок в квартал), и только в IV кв. имел место рост – количество сделок выросло до 5133 сделок/квартал, но это ниже уровня IV кв. 2005 г. (5254 сделок/квартал).

Если за период с I кв. 2004 г. по IV кв. 2006 г. объем корпоративных облигаций, находящихся в обращении, увеличился в 5 раз – со 181 млрд до 901 млрд руб., а объем их биржевого оборота за квартал – в 16,6 раза – 85 млрд руб./квартал до 1413 млрд руб./квартал, то на рынке региональных облигаций (РО) темпы роста в этот период были ниже (см. рис. 2): объем РО, глобальные сертификаты которых находятся на хранении в НДЦ, увеличился в 3,3 раза – с 90 млрд руб. на конец I кв. 2004 г. до 301 млрд руб. на конец IV кв. 2006 г. (с учетом трех выпусков облигаций Москвы объемом 70 млрд руб., выпущенных в декабре 2006 г., но размещение которых не проводилось эмитентом в 2006 г.), а биржевой кварталный оборот РО за этот же период вырос в 4,7 раза (со 100 млрд руб./квартал до 473 млрд руб./квартал). На внебиржевом рынке РО в III кв. 2006 г. объем внебиржевого оборота РО (37 млрд руб./квартал) вернулся на уровень I кв. 2004 г. (39 млрд руб./квартал), хотя в IV кв. 2005 г. он достигал максимума в 87 млрд руб./квартал, а в в IV кв. 2006 г. имел минимальное значение (26 млрд руб./квартал) за рассматриваемый период в 12 кварталов 2004–2006 гг. По количеству сделок биржевого оборота РО в это период (12 кварталов) их количество колебалось в диапазоне от 11 до 22 тыс. сделок в квартал, в среднем около 15 тыс. сделок в квартал, а на внебиржевом рынке РО количество сделок в этот же период в основном составляло от 700 до 1200 в квартал.

Сравнивая динамику показателей соотношения биржевого и внебиржевого оборотов суммарно по КО и РО в 2006 г.

Рисунок 1. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБРАЩЕНИЯ ПОКВАРТАЛЬНО С 2004 ПО 2006 Г., МЛРД. РУБ.*

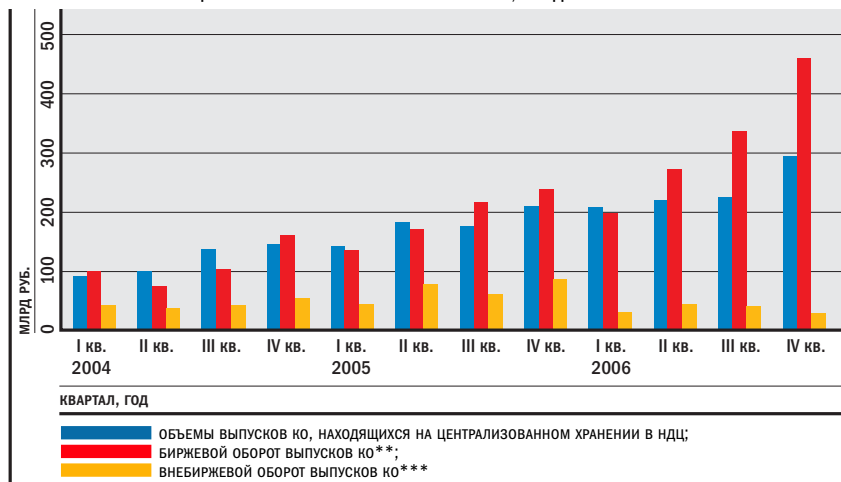


* Для составления графика использовались данные НДЦ по состоянию на последний день квартала и с датой погашения РО после этого календарного дня.

** По данным ММВБ (2004 г.) и ФБ ММВБ (2005 г. и 2006 г.).

*** По данным НДЦ.

Рисунок 2. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБРАЩЕНИЯ ПОКВАРТАЛЬНО С 2004 ПО 2006 Г., МЛРД. РУБ.*

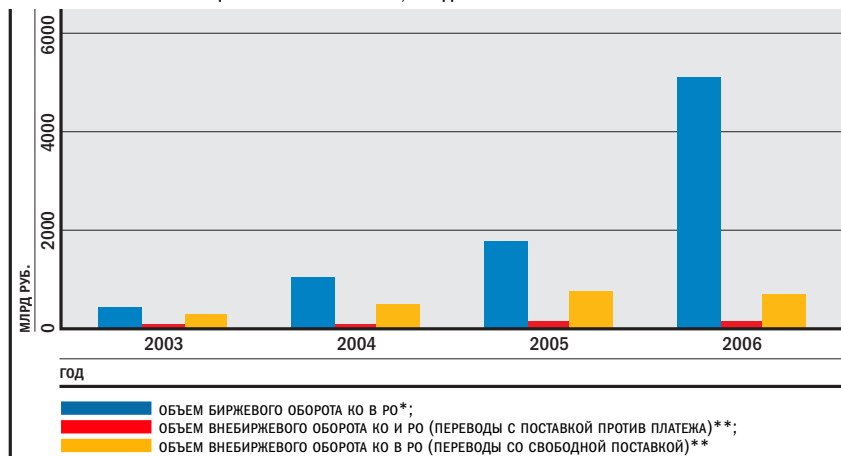


* Для составления графика использовались данные НДЦ по состоянию на последний день квартала и с датой погашения РО после этого календарного дня.

** По данным ММВБ (2004 г.) и ФБ ММВБ (2005 г. и 2006 г.).

*** По данным НДЦ.

Рисунок 3. ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТОВ СУММАРНО ПО КОРПОРАТИВНЫМ И РЕГИОНАЛЬНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ С 2003 ПО 2006 Г., МЛРД. РУБ.



* По данным ММВБ (2003 г. и 2004 г.) и ФБ ММВБ (2005 г. и 2006 г.).

** По данным НДЦ.



и 2005 г. (см. рис. 3), видим, что объем биржевого оборота суммарно по КО и РО в 2006 г. составил 5 054 млрд руб., т. е. вырос на 184% — с 1781 млрд руб. в 2005 г. По итогам 2006 г. (данные по кварталам 2006 г. см. в табл. 1) объем внебиржевого оборота суммарно по КО и РО уменьшился до 810 млрд руб. с 847 млрд руб. в 2005 г., при этом необходимо отметить, что снижение за 2006 г. объема внебиржевого оборота суммарно по КО и РО произошло за счет уменьшения в 2006 г. по сравнению с

поставкой, а на поставки против платежа — почти 17% (см. рис. 4).

Проявившиеся в 2006 г. тенденции изменения в соотношении биржевого и внебиржевого оборотов отдельно по корпоративным и региональным облигациям более четко видны при рассмотрении динамики изменения этих показателей по месяцам. На рис. 5 приведены данные за январь — декабрь 2006 г., по биржевому обороту (данные ФБ ММВБ) суммарно по КО и РО (далее в статье приняты следующие сокращения: БК — биржевой оборот

2006 г. среднемесячный суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО составлял уже около 450 млрд руб., а в августе—сентябре превышал уровень 500 млрд руб. В октябре—ноябре превышал уже 600 млрд руб., а в декабре достиг исторического максимума в 824 млрд руб. — прежде всего за счет более чем в 3 раза роста по сравнению с январем объемов биржевого оборота КО (со 150,5 до 553,3 млрд руб.) и РО (с 57,9 до 176,9 млрд руб.) при незначительном изменении в январе—декабре 2006 г. объемов внебиржевого оборота КО (в диапазоне 40–60 млрд руб. в январе—ноябре 2006 г. и 83,7 млрд руб. в декабре 2006 г.) и РО (11,1 млрд руб. в январе 2006 г. и 10,3 млрд руб. в декабре).

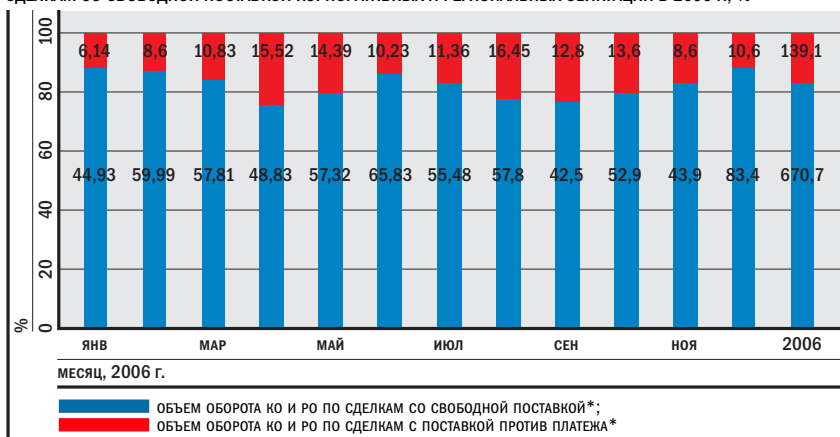
Если рассмотреть данные по месяцам 2006 г., представленные на рис. 5 в млрд руб./месяц, не в абсолютном значении, а в процентах от суммарного биржевого и внебиржевого оборотов КО и РО за месяц, то получим, что структура, т. е. соотношение по указанным четырем сегментам достаточно стабильна по месяцам в 2006 г.:

- ВК — в среднем 9–15% (среднее значение за 2006 г. — 11,5%);
- ВР — в среднем 2–3% (среднее значение за 2006 г. — 2,3%);
- БК — в среднем 61–68% (среднее значение за 2006 г. — 64,1%);
- БР — в среднем 19–24% (среднее значение за 2006 г. — 22,1%).

Проведенная в 2005–2006 гг. работа структур Холдинга ММВБ по стимулированию развития рынка корпоративных и региональных облигаций путем:

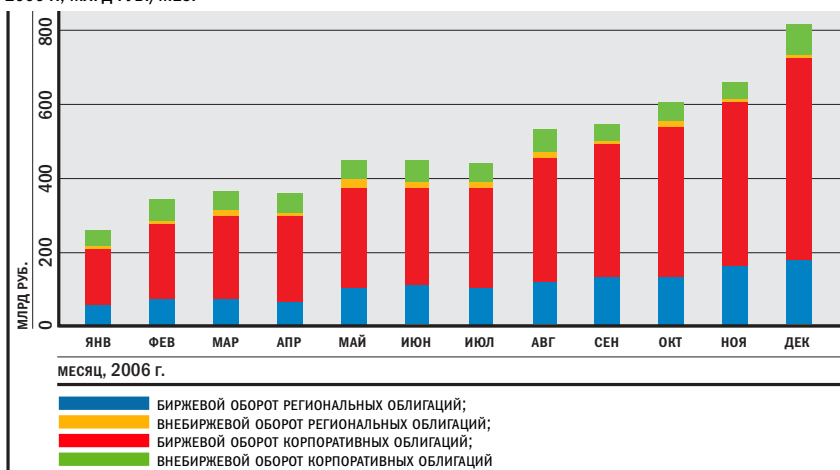
- развития технологий биржевого РЕПО;
- введения института биржевых маркетмейкеров;
- снижения затрат участников рынка облигаций (и на депозитарное обслуживание, и на проведение биржевых сделок), а также планируемые на ближайшую перспективу проекты:
 - запуск новых инструментов — ипотечные и биржевые коммерческие (краткосрочные) облигации;
 - рефинансирование эмитентов и участников при погашении и размещении выпусков облигаций («Операции по обмену»);
 - непрерывность биржевых торгов облигациями (с даты фиксации списка держателей облигаций до даты выплаты купонного дохода) — позволяют надеяться на продолжение в 2007 г. успешного развития рынка корпоративных и региональных облигаций. ■

Рисунок 4. СООТНОШЕНИЕ ВНЕБИРЖЕВЫХ ОБЪЕМОВ ОБОРОТОВ ПО СДЕЛКАМ С ПОСТАВКОЙ ПРОТИВ ПЛАТЕЖА И СДЕЛКАМ СО СВОБОДНОЙ ПОСТАВКОЙ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2006 Г., %



* По данным НДЦ.

Рисунок 5. ОБЪЕМЫ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 2006 Г., МЛРД РУБ./МЕС.



2005 г. объемов переводов со свободной поставкой, а объемы переводов с ППП возросли в 2006 г. до 139 млрд руб. по сравнению со 127 млрд руб. в 2005 г.

По структуре внебиржевого оборота суммарно по корпоративным и региональным облигациям в среднем за 2005 г. около 85% приходилось на переводы со свободной поставкой, а на поставки против платежа (ППП) — 15%. По итогам 2006 г. это соотношение немного изменилось в пользу доли ППП: 83% в среднем пришлось на переводы со свободной

КО; БР — биржевой оборот РО), а также внебиржевому обороту КО и РО по данным НДЦ (ВК — внебиржевой оборот КО, ВР — внебиржевой оборот РО).

В 2006 г. суммарный биржевой и внебиржевой обороты КО и РО даже в самом коротком месяце года по количеству рабочих дней (январе 2006 г.) были на уровне среднего оборота августа — ноября 2005 г., т. е. около 260 млрд руб./месяц. В феврале—апреле 2006 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО составлял в среднем около 360 млрд руб./месяц. В мае—июле

**Сергей Пахомов**

Председатель Москомзайма

ЛЮДИ ДОЛГА

О становлении рынка долга в Москве, сложных временах конца 1990-х гг., о значении заимствований и управлении долгом рассказывает в своих воспоминаниях, подготовленных для книги «История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы», Сергей Пахомов. Предлагаем вам отрывок из этих воспоминаний, посвященный управлению инвестиционно-заемной системой.

Рынок долговых обязательств существует в мировой экономике с незапамятных времен, в современной же России он насчитывает только чуть больше 10 лет.

Я лично участвовал в становлении этого рынка долга в Москве, посвятив этой проблеме последние 9 лет.

В 1995 г. московское правительство приступило к разработке инвестиционно-заемной системы. Создать ее предполагалось на базе городского Фонда имущества, который возглавлял Мечислав Викторович Климович. Он же возглавил созданный летом 1996 г. Комитет муниципальных займов и развития фондового рынка Правительства Москвы. Я тогда работал в Московском банке реконструкции и развития и был приглашен для участия в новом проекте. МБРР был уполномоченным банком правительства города. Одним из направлений моей работы был контроль над целевым финансированием.

Комитет мыслился как некий внебюджетный фонд, финансирующий коммерче-

ски выгодные проекты, отбираемые Правительством города. Средства займов размещались на собственных счетах. Затем Правительство Москвы выделяло деньги на утвержденные проекты, заключались договоры финансирования. В своей первой структуре Комитет по функциям фактически был инвестиционным банком или банком проектного финансирования.

ПОЛИТИКА... ВЗАЙМЫ

Долговая политика Москвы — это совокупность мероприятий по привлечению в городской бюджет заемных и кредитных средств. А управление долгом — один из наиболее чутких индикаторов политической и социально-экономической ситуации. Долг необходим для привлечения в городской бюджет более «длинных» денег при одновременном снижении их стоимости. А стратегия управления им в Москве преследует цели поддержания объема долга на экономически безопасном

уровне, минимизации стоимости его обслуживания и равномерного распределения во времени связанных с долгом платежей.

В профессиональной деятельности люди, управляющие долгом Москвы, многое делали впервые в России, за что, как правило, приходилось платить дороже и в прямом, и в переносном смысле. В любой стране, в любом регионе мира, в любой по форме организации, управляющей долгом, основным фактором успеха являются именно конкретные люди. От уровня их подготовки, от их отношения к делу, прежде всего, и зависит успех. Сегодня уровень профессионализма людей, работающих на долговом рынке России, становится выше буквально с каждым месяцем.

Нам же, первопроходцам, приходилось едва ли не изобретать велосипед. В результате действий Агентства по управлению долгом города, его структура стала более сбалансированной, чем в посткризисном 1998 г. К 2001 г. доля внешних займов снизилась в 3 раза по сравнению с



1998 г., когда она превышала 90%, что резко уменьшило валютные риски города.

Нам довелось первыми в России применить и систему скупки долгов. Пресса обвинила нас тогда в предварительной идеологической обработке участников рынка, в подталкивании их к игре на понижение — дескать, это неэтично. Хотя каждый специалист знает: выкуп долгов на вторичном рынке — это стандартная обычная операция. Например, на регулярной основе выкупает свой долг Польша. В конце 1990-х гг. Соединенные Штаты объявили о том, что будут откупать свой долг. Выкуп долга вели и ведут российские эмитенты. Рынок приветствует, когда эмитент выкупает свои обязательства, особенно в периоды резких колебаний цен. Тем самым он поддерживает спрос на долг и дает рынку дополнительную ликвидность.

ПЕРВЫЙ — ПОШЕЛ!

Москва сразу приняла решение ориентироваться на высочайшие стандарты в сфере управления инвестиционно-заемной системой, в том числе и международные. Основной задачей столичной долговой системы и теперь остается привлечение финансовых ресурсов в экономику города именно через эмиссию долговых инструментов и активное управление долгом. В долг города входят также выданные гарантии и поручительства. Все привлекаемые с рынка капитала средства идут на финансирование инвестиционных программ города или на рефинансирование уже существующего долга. Главная задача при этом — обеспечивать высокую степень кредитоспособности города при одновременном росте объема долга. Надо отметить, что для Москвы заимствования — серьезный политический вопрос.

Политика управления долгом менялась, а задачи оставались прежними.

Система управления долгом Москвы сначала задумывалась практически как банк развития и должна была не только эмитировать долг, но и отбирать самоокупаемые инвестиционные проекты коммерческого характера, вести юридическую подготовку контрактов на проектное финансирование, оформлять залоги, финансировать проекты, контролировать целевое использование средств. Комитет

образца 1997-го, обладая статусом самостоятельного юридического лица, имел собственные банковские счета в разных валютах, бухгалтерский баланс, заключал прямые договоры на финансирование, взыскивал задолженность, самостоятельно управлял свободной ликвидностью.

Для этого требовались профессионалы. Чтобы привлечь их, в структуре Комитета была создана система из 5 некоммерческих организаций, каждая из которых концентрировалась на одном из ключевых направлений. Подготовкой и размещением облигационных займов занималось учреждение «Москомзайм-Маркет», учет и управление отчетностью инвестиционно-заемной системы столицы вел «Москомзайм-Финанс», проектное финансирование — «Москомзайм-ИнвестПроект», связи с регионами обеспечивал «Москомзайм-РегионПроект», залоговым обеспечением должен был заниматься специально созданный фонд «Москомзайм-Имущество». Принятие всех управленческих решений, как и бухгалтерская отчетность перед Департаментом финансов столицы, концентрировалась только в Комитете.

Профессиональные государственные агентства по управлению долгом существуют во многих, а не только в развитых западных странах. Они, как правило, осуществляют регистрационно-контрольную, аналитическую и операционную функции. Залог успеха — в четком разделении функций, профессионализме кадров. Необходимы четкие уставные документы, служебные инструкции для каждого работника с четким перечнем обязанностей и ответственности. Ведь агентство должно создаваться для управления всем долгом, и здесь недопустимо разделение долговых обязательств на внешние и внутренние.

Главная проблема при создании долгового агентства в Москве носила юридический характер. В российском законодательстве нет понятия агентства как организационной формы юридического лица, и роль государственных агентств выполняют обычно государственные унитарные предприятия, которым в той или иной степени можно делегировать определенные функции. В статусе специализированного государственного унитарного предприятия летом 1999 г. и было создано Финансовое агентство города Москвы, подведомствен-

ное комитету, оперативно ему подчиненное, наделенное функциями оперативного офиса, осуществляющего профессиональную и техническую поддержку Комитета. В интегрированном единстве Комитет и СГУП «Мосинформагентство» представляют собой Агентство по управлению долгом города Москвы.

Сохранение ведущей роли комитета в этом тандеме обуславливается невозможностью передачи в рамках российского законодательства долгов города Москвы на баланс СГУП «Мосинформагентство». Функции по управлению городским долгом тоже распределены. Комитет — орган городской администрации, обеспечивающий реализацию городской политики в области городских заимствований, управления долга и развития финансового и фондового рынка.

Мы размещаем облигации. И вырученные деньги в тот же день переводим единым платежом в казначейство, где их расходуют согласно бюджетным законам.

Поскольку в соответствии с российским законодательством работать на биржах должны только профессиональные участники рынка, мы в начале 2000-х гг. приобрели маленькую брокерскую компанию «Фарант-М». Она на 100% принадлежит городу и занимается только нашими делами. Поэтому никаких банков или инвестиционных компаний на внутреннем рынке мы не наемем, хотя существует институт банков-андеррайтеров, активно участвующих в аукционах по размещению наших облигаций.

И в заключение хотелось сделать некоторые выводы: сам по себе долг нейтрален. И чтобы он приносил пользу, надо соблюдать всего несколько простых правил. Во-первых, взятые в долг средства должны направляться на инвестиции в реальный сектор и на проекты, которые обеспечивают рост бюджетных доходов. Преимущественно займы надо размещать как минимум на 7–10 лет, не на кабальных условиях, объем должен быть соразмерным возможностям экономики. Именно такую модель, долговую или инвестиционную, что не меняет сути, мы применяем в Москве.

Я также убежден, что займы необходимы. Чужие деньги должны работать на страну, на наш город. Свободный капитал постоянно ищет приложения по всему миру. Не возьмем в долг мы, возьмут другие. Все развитые страны живут в долг и активно используют его для развития своей национальной экономики. Точно так же и Москва за 10 лет преобразилась, кстати, тоже во многом благодаря займам, а ее экономика развивается стабильно и динамично, темпами, значительно превосходящими средний рост экономики России в целом. ■

СПРАВКА

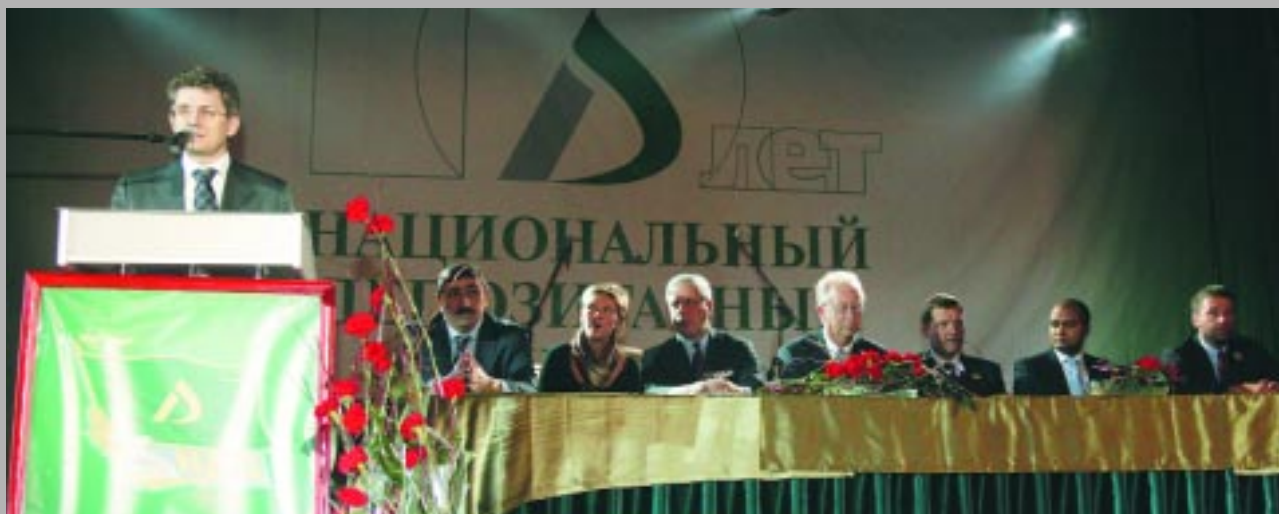
1994–1995 — Начальник инвестиционного отдела Российского национального коммерческого банка

1995–1996 — Директор инвестиционного управления Московского банка реконструкции и развития

1996–1997 — Директор казначейских операций Московского банка реконструкции и развития

1997–1999 — Первый заместитель председателя Москомзайма

1999–наст. время — Председатель Москомзайма



НДЦ ОТМЕТИЛ 10-ЛЕТНИЙ ЮБИЛЕЙ И ОКАЗАЛ ФИНАНСОВУЮ ПОДДЕРЖКУ В ИЗДАНИИ ПЕРВОЙ КНИГИ «ИСТОРИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА: ДЕПОЗИТАРИИ И РЕГИСТРАТОРЫ»

26 января 2007 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» отметило свою 10-ю годовщину. Более 600 гостей — клиентов, партнеров и сотрудников — пришли на торжество, состоявшееся в Екатерининском дворце (г. Москва). В официальной части программы выступили заместитель председателя Банка России и председатель Совета директоров НДЦ Константин Корищенко, руководитель ФСФР России Олег Вьюгин, Президент ММВБ Александр Потемкин, Директор НДЦ Николай Егоров, генеральный директор *Clearstream International* Джеффри Тесслер (*Jeffrey Tessler*), Президент Национального депозитарного центра Республики Азербайджан Бахтияр Азизов и менеджер российского проекта компании *Tata Consultancy Services* Санкари Дург Раджагопал Венката Сатайя Нагендра Кумар

(*Sankari Durg Rajagopal Venkata Satya Nagendra Kumar*). Выступающие подчеркнули растущую роль российского фондового рынка и отметили динамичное развитие НДЦ как центрального звена его инфраструктуры.

К юбилею при содействии НДЦ журналисты Николай Кротов и Олег Никульшин подготовили первую книгу «История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы», открывающую серию книг «Экономическая летопись России» и описывающую становление инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг. В летопись вошли воспоминания, хроника событий и исторические документы. Издание посвящено Андрею Андреевичу Козлову, несомненно, сыгравшему ключевую роль в создании фондового рынка Российской Федерации и, будучи Председателем Совета директоров НДЦ, летом

2006 г. выступившему инициатором создания этой летописи. Благодаря этому проекту удалось собрать в одном издании воспоминания очень ярких личностей, внесших весомый вклад в формирование и развитие российского фондового рынка. Книга была подготовлена за довольно короткий срок — несколько месяцев. Поскольку участников исторических событий, готовых поделиться историями о создании российской инфраструктуры, оказалось намного больше, чем предполагалось, часть материалов пришлось отложить для второй книги, издание которой изначально не планировалось. Все интервью опубликованы как есть — в редакции авторов и участников событий. Книга «История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы» была вручена в качестве подарка всем гостям юбилейного торжества.









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



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

с 1 сентября 2006 г.
он-лайн консультирование
по вопросам депозитарного
обслуживания в НДЦ

**Ваш
депозитарный
КОНСУЛЬТАНТ**

dc@ndc.ru
(495) 223-6392
www.ndc.ru