

№7 июль (53) 2007

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС
САМЫЕ КРАСИВЫЕ
МОСТЫ МИРА

15 РОССИЙСКИЕ ИНВЕСТИЦИИ В ИНОСТРАННЫЕ ЦЕННЫЕ
БУМАГИ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА

20 НЕКОТОРЫЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ
В РОССИИ И ПЛАТЕЖЕЙ, СВЯЗАННЫХ С РАЧЕТАМИ
ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

25 ОПЕРАЦИОННЫЙ АУДИТ В СЕРВИСНЫХ ОРГАНИЗАЦИЯХ

В Н О М Е Р Е





СОДЕРЖАНИЕ

АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

- 3 **4-й Ежегодный форум «Российские ценные бумаги»** Ответственный редактор журнала «Депозитариум» **Наталья Калашикова**

СТРАТЕГИЯ

- 7 **Новые продукты, инвестиционные решения, инфраструктурные задачи**
Приветственное слово на 4-м Ежегодном международном форуме «Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г. Президент ММВБ **Александр Потемкин**
- 10 **Денежно-кредитная политика и финансовая инфраструктура**
Доклад на 4-м Ежегодном международном форуме «Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г., Москва Заместитель Председателя Банка России, Председатель Совета директоров НДЦ **Константин Корищенко**

- 12 **Все решается не так быстро, как хотелось бы, но динамика положительная** Интервью с Директором НДЦ, Старшим Вице-президентом, членом Правления ММВБ **Николаем Егоровым**

- 15 **Российские инвестиции в иностранные ценные бумаги: перспективы развития рынка**
Доклад на 4-м Ежегодном международном форуме «Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г., Москва Заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук **Денис Соловьев**

ТЕХНОЛОГИИ

- 20 **Некоторые аспекты управления денежными средствами в России и платежей, связанных с расчетами по ценным бумагам**
Доклад на 4-м Ежегодном международном форуме «Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г., Москва Директор – начальник депозитарного отдела, ИНГ Банк (Евразия), **Наталья Сидорова**

УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

- 25 **Операционный аудит в сервисных организациях** Старший менеджер, «Делойт», СНГ, **Василий Невядомский**

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

- 28 **Корпоративное управление — панацея от несовместимости** Заместитель директора НДЦ **Эдди Астанин**, Партнер Board Solutions, Председатель Наблюдательного совета Ассоциации независимых директоров **Александр Иконников**, Директор по связям с общественностью НДЦ **Ольга Ринк**

СОБЫТИЕ

- 33 **НДЦ на 1-м Международном инвестиционном форуме «Инвестиционный Петербург»**

Депозитариум № 7 (53) 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
Калашикова Н. Н. — ответственный
редактор
Аксенова Г. В.
Киреева С. А.
Кучукова Т. В.
Лагунов В. Я.
Ринк О. Л.

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»

Адрес: 125009 Москва,
Средний Кисловский пер.,
д. 1/13, стр. 4
Телефон: 956-2-659
Факс: 956-09-38
Электронная почта: info@ndc.ru
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru
Редакция «Депозитариума»
Телефон: 232-05-13
Электронная почта: dc@ndc.ru

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

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

Точка зрения редакции не всегда
совпадает с точкой зрения авторов
публикуемых статей. Ответственность
за достоверность информации в
рекламных объявлениях несут 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»
14 (341) июль 2007

На обложке: Норвегия. Мост у водопада

Фото Сергея Подколзина, ЗАО «АТОН Брокер»

Спускаясь с ледника, пробежали через мост под дождем брызг от разбиваемого о камни потока с тающего ледника. Пройдя несколько метров вниз, оглянулись и... замерли, завороженные видом моста. Достал фотоаппарат и просто нажал кнопку спуска. Понимаю, что технически снимок не совершенен. Наверное, надо было бы выбрать другой формат, композицию, освещение (не такое контровое). Но все равно, мне этот снимок очень нравится.

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

4-й ЕЖЕГОДНЫЙ ФОРУМ «РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ»

Наталья Калашникова

ответственный редактор журнала «Депозитариум»

26–27 июня 2007 г. в Москве при участии НДЦ в качестве ведущего спонсора прошел 4-й Ежегодный международный форум по российским ценным бумагам. Тема форума: «Новые продукты, инвестиционные решения, инфраструктурные задачи и как поддержать темпы роста». На ежегодных форумах по российским ценным бумагам традиционно собираются представители государственных органов, Банка России, ведущих европейских и российских финансовых и экспертных организаций, чтобы понять, где сейчас находится российский рынок, куда и как ему двигаться дальше, а также обозначить наиболее важные вопросы его развития.

РЫНОК В НАСТОЯЩИЙ МОМЕНТ

Президент ММВБ Александр Потемкин в своем вступительном слове отметил, что после 2 лет активного роста российский фондовый рынок в текущем году пока не проявляет особого оптимизма — Индекс ММВБ сегодня находится вблизи уровня закрытия 2006 г. Такое положение дел, по словам А. Потемкина, легко может быть объяснено чисто техническими причинами. «Рынку после роста на 200% с 2005 г., очевидно, требуется передышка, фиксация прибыли, что мы и наблюдаем в текущем году. Понятно, что рынок не может расти вечно подобными темпами» — сказал Президент ММВБ. Однако он подчеркнул, что на фоне нейтральной ценовой ситуации текущего года впечатляющими темпами растут обороты торгов на российском фондовом рынке и увеличивается число участников рынка и инвесторов.

Руководитель крупнейшей биржи страны привел следующие цифры. Если в 2001 г. среднедневные обороты торгов на фондовом рынке составляли около 100 млн долл. в день, в 2004 г. — 600 млн долл., то по итогам 5 мес. 2007 г. — уже 3,5 млрд долл. В 2006 г. по обороту торгов Фондовая биржа ММВБ вошла в двадцатку крупнейших фондовых бирж мира. Активнейшим образом развивается рынок IPO российских компаний, объем размещений акций в текущем году уже составил рекордные 23 млрд долл.

Весьма ощутимым стало присутствие нерезидентов на внутреннем российском рынке. По словам А. Потемкина,

сегодня на ФБ ММВБ заключается более 70% сделок от общего объема операций с российскими ценными бумагами (2 года назад распределение было 50 на 50). И именно нерезиденты сыграли немаловажную роль в этом процессе, постепенно отказываясь от торговли ADRми в пользу локальных акций — по итогам мая доля иностранных инвесторов в обороте торгов акциями на ФБ ММВБ достигла 32% против 17% в мае прошлого года.

ПЕРСПЕКТИВЫ

Резюмируя очерк развития рынка в текущем году, Президент ММВБ сказал: «Сегодня можно с уверенностью заявить, что российский финансовый рынок развивается весьма успешно и уже занял достаточные прочные позиции в мировом сегменте



Президент ММВБ Александр Потемкин

торговли российскими ценными бумагами. Тем не менее, надо смотреть вперед».

По мнению А. Потемкина, обеспечить достаточный уровень конкурентоспособности нашего рынка можно только в случае превращения его в перспективе в региональный финансовый центр, объединяющий все страны постсоветского пространства.

Среди мер по формированию такого центра А. Потемкин упомянул и развитие рынка РДР, и допуск ряда участников из стран СНГ, прежде всего Казахстана, на российский рынок, и обеспечение централизованного клиринга на принципах ССР с частичным преддепонированием и расчетами T + 3. Необходимо также развитие рынка конверсионных операций, прежде всего евро—рубль, и развитие рынка производных инструментов для хеджирования возникающих рисков.



Заместитель Председателя Банка России, Председатель Совета директоров НДЦ Константин Корищенко





Директор НДЦ Николай Егоров

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В ЭКОНОМИКЕ СТРАНЫ

Вопросы развития финансового рынка страны имеют большое значение для ее экономики. Заместитель председателя Банка России **Константин Корищенко** заметил в своем выступлении, что последние 10–15 лет наблюдается резкое увеличение роли финансовой составляющей в мировой экономике. Так, доля финансового сектора в развивающихся странах в 3–4 раза превышает долю реального. То есть, по словам К. Корищенко, фактически за 20 лет мировая экономика трансформировалась в такую структуру, где движущим элементом становится то, что называется нематериальными активами.

В России пока нет статистических данных о том, какова доля финансовых активов на балансах предприятий (в США она сегодня превышает 90%), но тенденция налицо. И с учетом этого, как сказал зампред ЦБ РФ: «Представляется ясным, что сегодня второй контур денежного обращения, а именно обращение ценных бумаг, все больше становится кровеносной системой экономики практически любой развитой страны, может быть, даже более важной, чем обращение непосредственно денег по счетам в коммерческих банках».

И это, по словам К. Корищенко, ставит перед центральными банками вопрос, как дальше строить политику в отношении тех финансовых активов, поскольку практически во всех странах одна из функций центрального банка — это регулирование объемов денежного предложения, и прежде всего регулирование процессов осуществления денежных платежей. «И в этом смысле вопрос, что



Управляющий директор HBL CONSULTANCY SERVICES Брюс Лоуренс, Заместитель директора НДЦ Денис Соловьев, Глава Брокеров, дилеров и банков по Европе, Ближнему Востоку и Африке Сип Рето Фабер, Тамаш Мадлена (KELER)

представляет депозитарная структура, в том числе Центральный депозитарий, очень важен» — сказал зампред ЦБ РФ.

ИНФРАСТРУКТУРА

Что необходимо делать, чтобы развивать финансовую инфраструктуру? По мнению К. Корищенко, ответы на этот вопрос уже даны. Существует стратегия развития финансового рынка, в ней четко изложены основные инициативы, которые необходимо реализовать: закон об организованных торгах, закон о клиринге, закон о Центральном депозитарии. «И сегодня российская инфраструктура находится в состоянии готовности к большому скачку или большому качественному изменению» — сказал зампред ЦБ РФ.

Что касается Центрального депозитария, то Заместитель председателя Банка России, Председатель Совета директо-



Президент ИКТ Тройка Диалог Ирина Ионникова

ров НДЦ его место в рыночной системе определил четко и ясно. К. Корищенко заявил: «С моей точки зрения, деятельность Центрального депозитария ориентирована на реализацию публичной функции, и разговоры о том, что это какая-то коммерческая деятельность, представляющая собой объект некоей рыночной конкуренции, уже неактуальны, по крайней мере, они перестали быть актуальными в большинстве стран». По мнению К. Корищенко, «в разумные сроки» в России этот вопрос также отпадет, «то ли через закон, то ли через какое-то иное позитивное развитие, но проблема будет решена».

Какие основные задачи сейчас решает инфраструктура? Директор НДЦ **Николай Егоров** так определил их, ссылаясь на исследования международных экспертных групп и подчеркивая, что за последние годы эти цели не изменились. Первая — это улучшение взаимодействия



ТАМАШ МАДЛЕНА (KELER)



ДИРЕКТОР ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ ПО СТРАНАМ СЕВЕРНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ CLEARSTREAM АЛАН МЕЙЕРС



Зарина Королева (LSE)



ДИРЕКТОР АНАЛИТИЧЕСКОГО УПРАВЛЕНИЯ TOMAS MURREY ТИМ РУКРОФТ

между участниками, в первую очередь клирингового и расчетного секторов инфраструктуры, что, по словам Н.Егорова, для российского рынка более чем актуально. Вторая — минимизация рисков. Третья — развитие корпоративного управления расчетных и клиринговых организаций. В России к этому добавляется еще две задачи. Кроме необходимости скорейшего принятия важнейших для рынка законов об организованной торговле, клиринге и Центральном депозитории, это внедрение на рынке единых стандартов.

Говоря о развитии финансовой инфраструктуры в России, Н. Егоров подчеркнул, что тенденции этого развития совпадают с общемировыми тенденциями. «*Это глобализация, это интеграция и консолидация международной инфраструктуры, это кооперация как на национальном, так и на межнациональном уровне. И все это на фоне растущей конкуренции*», — сказал Директор НДЦ.

Н. Егоров назвал также несколько цифр, иллюстрирующих развитие российской инфраструктуры. По его словам, по темпам капитализации инфраструктуры (рост в 3,5 раза только за 2006 г.) Россия уступает только лишь Китаю. Также отмечается стремительный рост количества участников рынка. После проведенных в прошлом и текущем годах крупных IPO количество инвесторов достигло 500 тыс. человек (против 150 тыс. в начале 2006 г.).

ФОРУМ КАК ТОЧКА СРЕЗА

Традиционно относясь к форуму как к «точке среза», мы подводим промежуточные итоги развития российского фондового рынка и его инфраструктуры, определяем тенденции этого развития, пыта-



ДИРЕКТОР EUROCLEAR ФИЛИПП ЛОРЕНЦИ

емся сформулировать и выразить настрой участников.

На предыдущих форумах основные дискуссии, как правило, разворачивались вокруг тем нормативно-правового регулирования финансового рынка и Центрального депозитария. Очень востребованными были рекомендации и оценки международных экспертов. Основная тематика — инфраструктура и операции. Сквозной нитью через все доклады и дискуссии шли темы интеграции, глобализации, стандартизации, конкурентоспособности.

В этом году основная тема форума определена как «Новые продукты, инвестиционные решения, инфраструктурные задачи и как поддержать темпы роста». Она и определила направленность дискуссий. Если раньше они большей частью велись вокруг совершенствования учетно-расчетной системы фондового рынка, то сейчас были преимущественно «торго-

выми», т. е. касались новых инструментов (в том числе российских депозитарных расписок и инструментов срочного рынка), первичных размещений (в том числе особенностей размещений на различных площадках в России и за рубежом) и т. п. При этом интеграция рынков и стандартизация взаимодействия уже не были темами для дискуссий, они предстали как фактор, определяющий развитие рынков (об этом говорил в своем докладе Директор НДЦ Н. Егоров).

Форум-2007 заметно отличается от предыдущих тем, что он стал более рабочим, более практическим. На нем стало меньше программных выступлений и стало больше конкретных обсуждений конкретных проблем, актуальных в данный момент. В частности, участники рынка уже не говорят просто о необходимости повышения конкурентоспособности, они анализируют, чем тот или иной путь допуска иностранных ценных бумаг на российский



РЕГИОНАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР ПО РОССИИ, СНГ, ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЕ И АФРИКЕ SWIFT ДЖОН ФОЛК



Заместитель директора НДЦ Денис Соловьев

рынок обернется рынку, и оценивают готовность рынка идти путем, оптимальным на данный момент (доклад Заместителя директора НДЦ **Дениса Соловьева**). Они не просто приводят статистику первичных размещений российских компаний и сетуют /радуются, что у российских эмитентов популярен Лондон, они усаживают за один стол представителей ФБ ММВБ и LSE и считают, насколько размещение на Лондонской бирже дороже и почему (панельная дискуссия «Анализ основных факторов, влияющих на выбор фондовой биржи для размещения акций»); участники – **Марина Астреина** (ФБ ММВБ) и **Зарина Королева** (LSE), ведущий **Тим Рукрофт** (Томас Мюррей)). Они не рассуждают о важности развития рынка деривативов, они формулируют, какие именно производные инструменты могли бы быть интересны рынку и почему (панельная дискуссия «Развитие торговли ценными бумагами»); участники – **Джин Левинзон** (Голдман Сакс), **Анастасия Левашова**



Президент ДКК Михаил Лауфер

(Merill Lynch), **Юрий Плечко** (Атон), ведущий – **Брюс Лоуренс** (HBL Consultancy Services)).

Еще говорящий пример – живое обсуждение во время доклада Регионального директора по России, СНГ, Восточной Европе и Африке компании SWIFT **Джона Фолка** ряда технических проблем, возникающих в связи с локализацией стандартов ISO, в частности, того, что в русском алфавите 33 буквы, а не 26. На первый взгляд, это сугубо технический вопрос, но он создает реальные сложности при использовании СВИФТа в России.

Впервые в истории дискуссия о создании Центрального депозитария вышла за рамки обсуждения его необходимости. (интервью по итогам форума Директора НДЦ Николая Егорова, выступление Президента ДКК **Михаила Лауфера**). С обсуждения общих принципов организации Центрального депозитария акцент был перенесен на актуальность повышения конкурентоспособности российского

рынка в целом, а также конкретные практические вопросы, связанные с технологиями, функциями, нормативной базой и сроками.

Отрадно, что в этот раз, в отличие от предыдущих форумов, рынок уже гораздо более подробно рассматривает вопросы денежных расчетов и увязывает их с вопросами расчетов по ценным бумагам (выступление **Натальи Сидоровой**, ИНГ Банк). Этой взаимосвязью определяется, насколько успешно инфраструктура работает в части содействия эмитентам привлечения инвестиций, насколько она успешно способствует инвесторам в осуществлении этих инвестиций.

Все это говорит о том, что форум становится рабочим инструментом, местом, где участники рынка могут обсудить особенно важные моменты своей работы



Управляющий директор Тройки Диалог (UK) Лтд Стивен Коэн

своего взаимодействия друг другом не в кулуарной обстановке и не в двустороннем порядке, а публично. И разговор о конкретных аспектах работы с высокой трибуны выступает своеобразным индикатором значимости обсуждаемых вопросов – реакция публики и сам факт озвучивания чего-либо помогает определить наиболее горячие моменты или понять, что та или иная тема уже не актуальна. Кроме того, рабочая атмосфера и неформальное общение помогают определить ожидания разных категорий участников рынка и их нужды.

Форум также показал, что, несмотря на то, что предстоит еще решить немало достаточно острых вопросов, все-таки есть большой прогресс в определенных областях. И это дает надежду на то, что с каждым разом, когда мы будем обращаться к вопросам развития российского рынка ценных бумаг, мы будем все более и более позитивно смотреть на это развитие. ■



Брюс Лоуренс (HBL CONSULTANCY SERVICES), Андреа Транквилини (CLEARSTREAM)



Александр Потемкин
Президент ММВБ

НОВЫЕ ПРОДУКТЫ, ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ, ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ЗАДАЧИ

Приветственное слово на 4-м Ежегодном международном форуме «Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г.

В СВОЕМ ВСТУПИТЕЛЬНОМ СЛОВЕ НА 4-М ЕЖЕГОДНОМ МЕЖДУНАРОДНОМ ФОРУМЕ ПО РОССИЙСКИМ ЦЕННЫМ БУМАГАМ ПРЕЗИДЕНТ ММВБ АЛЕКСАНДР ПОТЕМКИН ДАЛ КРАТКИЙ ОЧЕРК РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА, ОТДЕЛЬНО ОТМЕТИВ ТАКИЕ ЕГО АСПЕКТЫ, КАК СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ИНФРАСТРУКТУРА И ПРИВЛЕЧЕНИЕ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ, А ТАКЖЕ НАЗВАЛ ПРИОРИТЕТЫ ГРУППЫ ММВБ.

Разрешите мне от имени организаторов и от себя лично поприветствовать вас на уже 4-ом ежегодном форуме, посвященном российскому рынку ценных бумаг. Основная тема для дискуссии в этом году сформулирована следующим образом: «Новые продукты, инвестиционные решения, инфраструктурные задачи. Как поддержать темпы недавнего роста».

Действительно, после 2 лет активного роста российский фондовый рынок в текущем году пока не проявляет особого оптимизма — Индекс ММВБ сегодня находится вблизи уровня закрытия 2006 г. Такое положение дел легко может быть объяснено чисто техническими причинами: рынку после роста на 200% с 2005 г., очевидно, требуется передышка, фиксация прибыли, что мы и наблюдаем в текущем году. Понятно, что рынок не может расти вечно подобными темпами.

Однако на фоне нейтральной ценовой ситуации текущего года впечатляю-

щими темпами растут обороты торгов на российском фондовом рынке и увеличивается число участников рынка и инвесторов.

Если в 2001 г. среднедневные обороты торгов на фондовом рынке составляли около 100 млн долл. в день, в 2004 г. — 600 млн долл., то по итогам 5 мес. 2007 г. — уже 3,5 млрд долл. В 2006 г. по обороту торгов Фондовая биржа ММВБ вошла в двадцатку крупнейших фондовых бирж мира. Активнейшим образом развивается рынок IPO российских компаний. Объем размещений акций в текущем году уже составил рекордные 23 млрд долл.

На предыдущих конференциях мы говорили о том, что улучшение инфраструктуры российского рынка ценных бумаг в первую очередь необходимо для привлечения на него иностранных инвесторов. Сегодня мы можем констатировать, что мы справились с поставленной задачей — присутствие нерезидентов на внутреннем

российском рынке стало весьма ощутимым. Сейчас уже трудно утверждать, что иностранные инвесторы не готовы брать риск на российскую инфраструктуру. В терминах «ADR против Локальных акций» Россия вернула себе лидерство — сегодня на ФБ ММВБ заключается более 70% сделок от общего объема операций с российскими ценными бумагами (2 года назад распределение было 50 на 50). И именно нерезиденты сыграли немаловажную роль в этом процессе, постепенно отказываясь от торговли ADR в пользу локальных акций, — по итогам мая доля иностранных инвесторов в обороте торгов акциями на ФБ ММВБ достигла 32% против 17% в мае прошлого года. Таким образом, сегодня можно с уверенностью заявить, что российский финансовый рынок развивается весьма успешно и уже занял достаточно прочные позиции в мировом сегменте торговли российскими ценными бумагами. Тем не менее надо смотреть вперед.



Развитие инфраструктуры российского рынка ценных бумаг происходит не столь стремительно и часто не последует за ростом активности участников. И по большому счету в скором времени мы можем упереться в пределы роста активности. Для того чтобы придать новый импульс ее развитию, необходимо серьезно задуматься о консолидации усилий в развитии инфраструктуры, по крайней мере, на российской территории. Мир вступил в полосу ускоренной консолидации инфраструктурных организаций фи-

ностранные инвесторы обращались за российскими акциями на российский рынок, необходимо также развитие рынка конверсионных операций, прежде всего евро—рубль, и развитие рынка производных инструментов для хеджирования возникающих рисков.

Как известно, важнейший для российского рынка законопроект «О центральном депозитарии» был принят Госдумой в первом чтении в мае. Во втором чтении он будет рассмотрен, скорее всего, осенью этого года. Законопроект вы-

Сейчас Группа осуществляет несколько ключевых проектов, среди которых выделяется подготовка к началу операционного функционирования ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый центр» (НКЦ). Сегодня мы находимся на завершающей стадии процесса передачи клиринговых функций на валютном рынке от ММВБ к НКЦ; утверждена нормативная база, завершается этап доработки программного обеспечения. С запуском этого проекта, который ожидается уже летом, НКЦ станет выполнять функции центрального контрагента на валютном рынке. Это наш первый шаг в создании системы клиринга международного уровня на российском рынке. В дальнейшем в НКЦ будет переведен клиринг фондового и срочного рынков.

Не менее важным стратегическим проектом Группы в настоящее время является подготовка НДЦ к выполнению функций Центрального депозитария — базового элемента обеспечения конкурентоспособности российского рынка. В 2006 г. в очередной раз были снижены тарифы, уровень автоматизации и использования электронного документооборота при взаимодействии с регистраторами увеличился с 5 до 80%, завершён проект по автоматизации сбора и обработки информации при сборе списков владельцев ценных бумаг, в текущем году количество обслуживаемых ценных бумаг практически удвоится, в 2 раза вырастет сумма страхового покрытия рисков НДЦ, от *Thomas Murray* в прошлом году получен рейтинг центрального депозитария А+, получен статус национального нумерующего агентства по России (присвоение кодов *ISIN* и *CFI*) и замещающего нумерующего агентства для ряда стран СНГ.

В 2007 г. НДЦ признан лучшим депозитарием за вклад в развитие электронного документооборота и управление рисками. В сентябре этого года НДЦ будет принимать в Санкт-Петербурге Европейскую Ассоциацию Центральных Депозитариев. Кроме того, сегодня на повестке дня НДЦ — переход от формы НП к акционерному обществу.

Одной из проблем участников рынков Группы ММВБ является проблема повышения эффективности использования средств, зарезервированных в расчетных организациях Группы. Запуск рынка межбанковских кредитов в Торговой системе ММВБ позволит решить эту проблему. Кроме того, на рынке ГЦБ планируется ввести операции анонимного РЕПО с центральным контрагентом — НКЦ.

Одним из основных проектов группы на фондовом рынке является развитие

Мы сможем обеспечить достаточный уровень конкурентоспособности нашего рынка только в случае превращения его в перспективе в региональный финансовый центр, объединяющий все страны постсоветского пространства.

нансовых рынков. К тому же российские акции уже представляют значительный интерес для международных инвесторов. Здесь вопрос стоит так: либо мы прекращаем конкуренцию внутри страны и обеспечиваем сервис международного уровня на нашем рынке, либо международные фонды будут способствовать переводу наших бумаг на западные рынки в привычную для фондов среду. Тем самым мы фактически ставим вопрос обеспечения и поддержания международной конкурентоспособности нашего рынка и нашей инфраструктуры.

Полагаю, что мы сможем обеспечить достаточный уровень конкурентоспособности нашего рынка только в случае превращения его в перспективе в региональный финансовый центр, объединяющий все страны постсоветского пространства.

Он должен будет выполнять три основные функции, выступая как:

- центр ликвидности ценных бумаг национальных компаний;
- точка входа для иностранных инвесторов на российский рынок;
- точка выхода (доступа) российских инвесторов к международному рынку капитала.

Среди мер по формированию подобного центра можно упомянуть и развитие рынка РДР, и допуск ряда участников из стран СНГ, прежде всего Казахстана, на российский рынок, и обеспечение централизованного клиринга на принципах ССР с частичным преддепонированием и расчетами $T + 3$. Чтобы

зывает много споров. Они ведутся по вопросам исключительного присутствия Центрального депозитария в реестре, определения количества уровней номинального держания. По теме наилучшего состава участников Центрального депозитария и роли государства в этой организации дискуссия еще не закрыта. Ограничение доли акционеров 5—10% в акционерном капитале ЦД может как повысить, так и снизить эффективность его работы.

В этом контексте вопросы развития инфраструктуры на сегодняшний день являются одними из важнейших, и обсуждение этой темы на нашем форуме, без сомнения, позволит заметно продвинуться в понимании проблем, нахождении путей их решений и, я очень надеюсь, воплотится в конкретных практических действиях.

Выход российского фондового рынка на мировые уровни по масштабам и оборотам торгов, повышение конкурентоспособности российского рынка должны обеспечиваться соответствующим развитием депозитарной, расчетной и торговой инфраструктуры рынка на базе мировых стандартов.

Представляя на этом форуме Группу ММВБ, ведущую инфраструктурную организацию российского рынка ценных бумаг, могу сказать, что вопросы развития Группы и входящих в нее компаний, в том числе в контексте повышения общей конкурентоспособности российского рынка, находятся в центре нашего внимания все последние годы.



площадки по торговле акциями инновационных и растущих компаний (ИРК). 14 июня прошло размещение и начались торги паями закрытого ПИФа венчурных инвестиций «Финам — Информационные технологии» — первого эмитента Сектора инновационных и растущих компаний (Сектор ИРК). Уже в этом году на ФБ ММВБ ожидается выход еще порядка 10 новых эмитентов в этом секторе. Как и на зарубежных биржах, на ИРК — облегченные стандарты листинга и листинговые агенты. Инновационный бизнес будет представлен на бирже компаниями телекоммуникаций, интернет-бизнеса, производства полупроводников и программного обеспечения, НИОКР, биотехнологий, наукоемкого производства в сфере машиностроения, национальных проектов.

Как известно, сегодня на российском биржевом рынке в основном режиме торгов применяются расчеты $T + 0$ со 100%-ным предварительным депонированием денежных средств и бумаг. Мы планируем ввести режим расчетов $T + 1$ с частичным преддепонированием.

В самых ближайших планах Группы — запуск рынка производных инструментов на фондовые активы, в первую очередь фьючерса на Индекс ММВБ. Развитие рынка деривативов на фондовые активы становится для нас особенно актуальным ввиду роста заинтересованности инвесторов в хеджевых операциях в условиях ро-

ста неопределенности дальнейшей динамики фондовых индексов. В наших планах также запуск опционов и создание новой системы управления рисками (СУР) на основе портфельного маржирования с использованием системы SPAN.

Рост российского финансового рынка по объему и обороту торгов ставит в полный рост задачу снижения рисков участников рынков за счет наращивания капитала инфраструктурных организаций рынка, в том числе НКЦ, НДЦ, РП ММВБ. При подготовке запуска новой схемы клиринга на валютном рынке стало ясно, что капитализации НКЦ на уровне 235 млн руб. недостаточно. В самое ближайшее время мы увеличим капитал НКЦ почти в 3 раза — до 700 млн руб. Но и это удовлетворит потребности валютного рынка только наполовину. В связи с этим ММВБ приняла решение гарантировать операции НКЦ, аллокировав 100 млн долл. из собственного капитала, что позволит НКЦ перекрыть риск непоставки одного контрагента в размере 8 млрд долл. Одновременно в наших планах стоит рост капитала НК до 1,5 млрд руб. и более. В итоге НКЦ сможет стать полноценной центральной стороной по сделкам на валютном рынке.

Сегодня мы будем говорить о различных направлениях совершенствования клиринговой, расчетной, депозитарной и торговой инфраструктуры российского рынка. Участникам конференции,

безусловно, будет интересно узнать о перспективах развития от лица законодателей и регуляторов. Мы обсудим роль финансовой инфраструктуры в проведении государственной денежной политики, пути движения инфраструктурных организаций, в частности НДЦ, к международным стандартам деятельности. Не менее интересным, надеюсь, будет взгляд со стороны на российскую финансовую инфраструктуру. Мы постараемся выяснить, насколько выросла ее привлекательность в глазах зарубежных инвесторов.

Я очень надеюсь, что эта конференция ответит на эти вопросы и поставит новые, решение которых впоследствии поможет нам в создании конкурентоспособной инфраструктуры российского финансового рынка. ■

НОВОСТИ НДЦ

Стоимость активов на хранении в НДЦ за 6 мес. 2007 выросла на 28,4% до 4,22 трлн. рублей

Оборот Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» (рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций) за 1 полугодие 2007 г.а составил 23 трлн 155 млрд 131 млн руб., что в 2,28 раза выше по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. (10 трлн 155 млрд 577 млн руб.). Удельный вес акций в обороте достиг 48,7%, при этом удельный вес облигаций по сравнению с 1 полугодием 2006 понизился на 2,2 % и составил 16,3%.

Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депонентов, выросла с начала года на 28,4 % — с 3 трлн 288 млрд 032 млн руб. (124,9 млрд долл. на 31 декабря 2006 г.) до 4 трлн. 221 млрд. 465 млн. рублей (163,6 млрд долл. на 31 июня 2007 г.) — это, в свою очередь, в 1,7 раза выше, чем в 1 полугодии 2006 (2 трлн. 522 млрд. 208 млн руб.). Рост стоимости акций на хранении в НДЦ с начала года составил 29,1 %, в том числе за июнь — 10,4%. Со-

храняется тенденция ускоренного роста стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов (ПИФ) на хранении — на 134,8 % с начала года, в том числе за июнь — на 30,5 %.

Количество выпусков ценных бумаг, принятых на обслуживание в НДЦ, составило 2 062, что на 36,3 % выше по сравнению с 1 полугодием 2006.

Количество эмитентов на обслуживании в НДЦ увеличилось с начала года на 38 % — до 1019, значительно — на 140 — выросло количество эмитентов акций, которое составляет 492. Количество управляющих компаний инвестиционных и паевых инвестиционных фондов за полугодие выросло на 13 и составило 62, а паев управляемых ими ПИФов на обслуживании в НДЦ — на 39 — с 127 до 166.

Общее количество инвентарных депозитарных операций НДЦ за 1 полугодие 2007 года выросло на 53% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года и превысило 1,18 млн.



Константин Корищенко
заместитель Председателя Банка России,
Председатель Совета директоров НДЦ

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ФИНАНСОВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Доклад на 4-м Ежегодном международном форуме
«Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г., Москва

В СВОЕМ ВЫСТУПЛЕНИИ НА 4-м ЕЖЕГОДНОМ МЕЖДУНАРОДНОМ ФОРУМЕ ПО РОССИЙСКИМ ЦЕННЫМ БУМАГАМ ЗАМЕСТИТЕЛЬ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ, ПРЕДСЕДАТЕЛЬ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ НДЦ КОНСТАНТИН КОРИЩЕНКО ГОВОРИЛ О СВЯЗИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ФОНДОВОГО РЫНКА И О МЕСТЕ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В ЭКОНОМИКЕ СТРАНЫ.

При внимательном взгляде на современную картину финансового мира можно отметить ряд особенностей, характеризующих сегодняшнее экономическое развитие.

Первое, что мне хотелось бы выделить, — это резкое увеличение финансовой составляющей в ВВП. Доля продукции финансового сектора в общем объеме ВВП основных развитых и отдельных развивающихся стран за последние 15–20 лет выросла в 3–4 раза по сравнению с долей реального сектора. Если мы посмотрим на соотношение между объемами материальных активов и любых финансовых инструментов, мы увидим, что пропорции между ними в зависимости от объема выпуска или от оборота достигают пропорции 100 к 1 (в пользу финансовых инструментов). Такая статистика в России отсутствует, но в США доля финансовых активов на балансах предприятий, достигавшая 20 лет назад всего лишь 20%, сегодня превышает 90%. То есть фактиче-

ски за 20 лет мировая экономика трансформировалась в такую структуру, где движущим элементом (по крайней мере, определяющим краткосрочные изменения экономических показателей) становится то, что называется нематериальными активами.

Кроме того, центральные банки большинства стран за те же 20 лет перешли к реализации, выражаясь научным языком, политики инфляционного таргетирования или, попросту, достижения цели по инфляции, и при этом основной инструмент, который они используют, — это процентная ставка. В то же время объем денег, обращающийся в экономике, и, скажем так, кредитные ресурсы и кредитные возможности банковской системы либо регулируются не очень жестко, либо вообще не регулируются. То есть за последние 15–20 лет мы получили мировую финансовую систему с достаточно большим объемом денежных ресурсов. Это второй момент, который я хотел отметить.

И третий явно прослеживающийся момент — это то, что возможность использования тех или иных активов в качестве заменителя денег становится все более доступной, фактически сегодня ценные бумаги с высоким уровнем ликвидности могут быть приравнены к тому, что обычно в классической теории называлось деньгами.

В результате все перечисленное ставит перед центральными банками вопрос: как дальше строить политику, прежде всего в отношении тех финансовых активов, финансовых рынков, которые в последние 20 лет бурно развивались. В традиционном представлении считается, что нужно следить за так называемой инфляцией потребительских цен. И этот взгляд сегодня доминирующий. Тем не менее фактически начиная с конца 1990-х гг., с известного «интернет-пузыря», все больше и больше высказывается мнение, что центральные банки, так или иначе, должны обратить свое внимание на стои-



мость финансовых активов. Самый последний разговор на эту тему — это дискуссия, открывшаяся в европейском сообществе по поводу того, нужно ли регулировать объем денег.

Как это все связано с темой сегодняшней конференции? С моей точки зрения, абсолютно непосредственно, потому что ни для кого не секрет, что практически во всех странах одна из функций центрального банка — это регулирование объемов денежного предложения, и прежде всего регулирование процессов осуществления денежных платежей. И с учетом того, что я сказал ранее, представляется ясным, что сегодня второй контур денежного обращения, а именно обращение ценных бумаг, все больше становится «кровеносной системой» экономики практически любой развитой страны, может быть даже более важной, чем обращение непосредственно денег по счетам в коммерческих банках. И в этом смысле вопрос, что собой представляет депозитарная структура, в том числе Центральный депозитарий, очень важен.

С моей точки зрения, деятельность Центрального депозитария ориентирована на реализацию публичной функции, и разговоры о том, что это какая-то коммерческая деятельность, представляющая собой объект некой рыночной конкуренции, уже неактуальны, по крайней ме-

ре, они перестали быть актуальными в большинстве стран. Думаю, что в разумные сроки в России этот вопрос также опадет, — то ли через закон, то ли через какое-то иное позитивное развитие, но проблема будет решена.

В свою очередь возникает вопрос: а что, собственно, необходимо делать, чтобы развивать финансовую инфраструктуру? Как сделать так, чтобы она полноценно выполняла те функции, которые на нее, собственно, и возлагаются рынком и регулятором? На этот вопрос ответы, с моей точки зрения, уже даны. Существует программа (стратегия) развития финансового рынка. В этой программе четко изложены основные инициативы, которые необходимо реализовать: это и закон об организованных торгах, и закон о клиринге, о том же Центральном депозитарии. И сегодня российская инфраструктура находится в состоянии готовности к большому скачку или большому качественному изменению.

Со стороны Центрального банка (акционера ММВБ и активного участника целого ряда организованных рынков) я хочу сказать, что Центральный банк выступает за активную поддержку тех процессов, которые идут сейчас, прежде всего за внедрение системы централизованного управления рисками. Центральный банк, как организация, отвечающая за стабильность денежной системы, реа-

лизует эту функцию прежде всего через создание системы рефинансирования. Система рефинансирования основана на адекватном управлении рисками, оценке стоимости активов, оценке ликвидности этих активов. На развитие этой системы направлены ближайшие изменения, которые уже объявлены, — это трансформация валютного рынка, предусматривающая переход на принцип заключения сделок с центральным контрагентом. По всей видимости, одним из следующих шагов будет аналогичная трансформация денежного рынка, запуск рынка анонимного РЕПО. Следующим шагом, видимо, будет трансформация рынка государственных бумаг, если Министерство финансов также согласится с необходимостью его либерализации.

На этом позвольте мне закончить свое выступление и призвать всех, при всем ожидании светлого будущего, уже сейчас направить все свои усилия на реализацию того, что можно сделать сегодня. ■

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ и ЦМД перешли на безбумажный документооборот

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) и ОАО «Центральный Московский Депозитарий», завершив режим опытной эксплуатации, приступили к обмену электронными документами в процессе информационного взаимодействия между НДЦ и ЦМД без использования бумажных документов.

Возможность организации электронного документооборота позволит перейти компаниям на более высокий уровень качества, оперативности и надежности обслуживания клиентов и обеспечения их прав и законных интересов на рынке ценных бумаг.

Николай Егоров, Директор НДЦ, следующим образом прокомментировал данное событие: «мы рассматриваем переход на безбумажный документооборот с ЦМД как дополнительный шаг на пути к достижению высокой прозрачности рынка, ускорению проведения операций и расчетов, корпоративных действий. В совокупности с комплексным снижением рисков, связанных с функционированием ЭДО, мы продолжаем нашу актив-

ную работу по унификации и гармонизации стандартов».

Наталья Агафонова, Председатель Правления ЦМД сообщила, что: «организация безбумажного документооборота с НДЦ существенно упростит порядок обмена информацией между регистратором и депозитарием, сделает его более эффективным. Это позволит регистратору повысить качество сервиса для зарегистрированных лиц, взаимодействующих с НДЦ, в том числе являющихся клиентами НДЦ, и обслуживать их в день обращения к регистратору».

Внесение ЦМД записей об операциях по лицевым счетам НДЦ, предоставление информации по лицевым счетам НДЦ, а также взаимодействие НДЦ как номинального держателя акций с ЦМД будет производиться на основании электронных документов. Бумажные копии электронных документов будут предоставляться только в случаях, предусмотренных действующим законодательством Российской Федерации, на условиях, определенных соответствующими соглашениями сторон.



Интервью с Директором НДЦ,
Старшим Вице-президентом, членом Правления ММВБ
Николаем Егоровым

ВСЕ РЕШАЕТСЯ НЕ ТАК БЫСТРО, КАК ХОТЕЛОСЬ БЫ, НО ДИНАМИКА ПОЛОЖИТЕЛЬНАЯ

После международного форума IIR¹ по инфраструктуре и конференции по IPO², прошедших в июне, «Депозитариум» взял интервью у Директора НДЦ Николая Егорова. Глава НДЦ озвучил свою точку зрения на консолидацию российской инфраструктуры, рассказал о новых услугах и выделил главные направления развития расчетного депозитария.

Депозитариум Николай Викторович, на рынке очень много вопросов и слухов по поводу взаимоотношений НДЦ и ДКК. Можно ли прокомментировать позицию НДЦ относительно продажи его доли в ДКК, покупки доли РТС или дальнейших инвестиций в зависимую компанию?

Н. Е. У НДЦ почти 37 % ДКК, и это было как минимум экономически выгодное вложение. Поэтому достаточных экономических оснований для продажи своей доли у Национального депозитарного центра сейчас нет. Мы готовы принять участие в развитии ДКК, но, как крупному акционеру, НДЦ нужны определенные гарантии прозрачности управления, возможности влияния на доходную и расходную части.

Мы бы хотели, чтобы наши предложения по изменению системы корпоратив-

ного управления ДКК, в частности, отнесению тарифов, бюджета и стратегии к компетенции Совета директоров, все же были приняты. Это единственная возможность контролировать инвестиции, нормальная практика корпоративного управления. Ждем также достаточного обоснования новых инвестиций, нужен хотя бы бизнес-план или технико-экономическое обоснование, представленной НДЦ декларации пока недостаточно (речь о предлагаемой доэмиссии акций ДКК — «Депозитариум»). Включение в Ревизионную комиссию нашего представителя могло бы быть дополнительным контуром прозрачности управления.

Мы также готовы рассмотреть компромиссные или альтернативные варианты, например обсудить покупку доли РТС в ДКК. Честно говоря, эта идея решения

ситуации пришла с рынка, не наша, но это действительно дешевле, чем капитализировать ДКК, и эффективнее с точки зрения реальных шагов в направлении создания Центрального расчетного депозитария.

Так или иначе, вопросы инвестиций и их условий не решаются на Совете директоров, это предмет переговоров собственников. Мы открыты для таких переговоров с менеджментом ДКК и другими акционерами, очень надеемся на понимание и встречные шаги с их стороны.

С точки зрения корпоративного управления в самом НДЦ у нас активно работают и 4 комитета, и Совет директоров, и Общие собрания собираются не раз в год, а довольно часто — стратегические проекты, любые изменения в смете и бюджете, тарифы, корпоративные процеду-

¹ 4-й Ежегодный международный форум «Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г., Москва.

² 1-й Международный инвестиционный форум «Инвестиционный Петербург»: «Российский Финансовый рынок в 2007–2008 гг.: новые технологии, тенденции, перспективы и продукты», 21–22 июня 2007 г., Санкт-Петербург.

ры. Все это обсуждаем. Вы знаете, что состав Партнерства расширяется, недавно принят ВЭБ. Не так быстро расширяется, но динамика положительная! В работе комитета и Совета директоров участвуют крупнейшие пользователи. Надеемся, что в новый состав Совета директоров войдет независимый директор с опытом построения системы корпоративного управления в соответствии с лучшими мировыми практиками.

Депозитариум Можно ли прокомментировать основные решения по возможному преобразованию НДЦ из некоммерческого партнерства в акционерное общество?

Н. Е. Менеджмент по поручению Совета директоров и Общего собрания членов Партнерства подготовил ориентировочный план реорганизации, который будет рассмотрен на заседаниях в июле 2007 г. Юристы, независимая компания, к этому времени должны подготовить свою оценку этого плана, посмотреть риски, варианты. Уже начальная оценка показывает, что аналогов преобразования из НП в АО за исключением фондовых бирж (что предусмотрено Законом «О рынке ценных бумаг») нет; и такая реорганизация потребует изменения нормативной базы. Так или иначе, решение принимает Общее собрание, у нас сейчас уже 14 членов Партнерства, и все они должны прийти к единому видению процесса. Кстати, на прошедших конференциях много обсуждалась аналогия деятельности расчетного депозитария с компаниями *Utility* Сектора. Растет глобальная и внутренняя конкуренция, снижаются цены, а Центральный депозитарий — это обслуживающее весь рынок предприятие, которое не должно быть коммерческим по идее. И в мире среди крупнейших расчетных депозитариев есть разные решения. Наложив на расчетный депозитарий (или Центральный депозитарий) ограничения в части стандартов корпоративного управления, раскрытия информации, можно нивелировать недостатки законодательства, регулирующего некоммерческие организации, которые были отмечены консультантами при подготовке законопроекта «О Центральном депозитарии».

Депозитариум А новые услуги? Можно ли выделить новые перспективные сервисы, которые разрабатывает НДЦ?

Н. Е. В Санкт-Петербурге мы подробно говорили о практике IPO. Суть инициативы ММВБ/НДЦ в том, что нужно стандартизировать процедуру и технологию размещения ценных бумаг и с этой целью сконцентрировать размещение внутри РОССИЙСКОГО расчетного депозитария. Это если мы хотим создать в Российской Фе-

дерации конкурентоспособные условия. Объемы фондового рынка, количество инвесторов растут экспоненциально, мы не можем постоянно настраивать технологию, программное обеспечение, документы под особенности каждого IPO. Это неэффективный путь. Автоматизация и стандартизация — единственный путь, позволяющий масштабировать операции, решения, документооборот и т. д. В НДЦ на хранении глобальных сертификатов корпоративных и региональных облигаций на более чем 1 трлн руб., размещения проводят сотни эмитентов, схема отлажена. В итоге Россия — одна из немногих стран, где активно развит биржевой рынок корпоративных облигаций. Мы предлагаем пойти по аналогичному пути и унифицировать практику размещения акций. НДЦ ввел специальные SPO-разделы, для которых операции списания и зачисления бесплатны на период размещения. Но, для того чтобы полностью повторить облигационную схему, нужно внести изменения в нормативную базу, в частности ввести эмиссионные счета в расчетном (центральном) депозитарии с которых сам эмитент и будет продавать бумаги.

Мы также проанализировали существующий опыт российских компаний и пришли к выводу, что большинство схем сейчас — комбинация IPO и SPO, т. е. дополнительный выпуск размещается на зарубежных рынках через программу ADR/GDR, а часть основного — на российских биржах. Например, по «Роснефти» на нашем рынке это было чистое SPO, а бумаги при этом были в основном в Сбербанке (не в реестре). В Лондоне же размещали допвыпуск, который по известным причинам у нас был бы некоторое время замороженным. Иногда бывает по-другому: новый (дополнительный) выпуск выкупается существующими акционерами по преимущественному праву по цене, определяемой Советом директоров; сторонним инвесторам через организаторов размещения по «книжной» технологии предлагаются «старые» акции (их можно продавать, не дожидаясь момента регистрации отчета об итогах размещения допвыпуска), принадлежащие существующим акционерам. Цена определяется как «рыночная», естественно отличающаяся от цены размещения допвыпуска. Как правило, существовавшие владельцы участвуют в этих двух процессах по-разному, что сказывается на том, что по результатам их доли в обществе меняются также по-разному...

С появлением РДР эмитенты получили симметричную схему, когда предприятие, зарегистрированное в другой стране и по тем или иным причинам заинтересован-

ное в российской базе инвесторов, размещает часть выпуска у нас. В принципе я не исключаю, что это может быть компания с российскими активами или глобальная компания, ориентированная на стратегические проекты в России.

Кстати, из порядка 15 задач, решаемых мировым инфраструктурным сообществом в связи с совершенствованием процедур корпоративных действий, 10 связаны со стандартизацией и технологическими проблемами — интерфейсы, рыночная практика, форматы, справочники, время работы рынков и т. п. Направлены эти инициативы на предоставление всем инвесторам равных прав и повышение прозрачности структуры собственности.

Депозитариум А для чего нужна схема ускоренных расчетов, которую НДЦ анонсировал в июне?

Н. Е. Строго говоря, анонсировали мы SSS (*Speedy Settlement Scheme*) раньше, когда проект был одобрен Советом директоров НДЦ. Схема реализуется через взаимное открытие междепозитарных счетов. В рамках схемы SSS корреспондентский счет НДЦ в банке-кастодиане используется НДЦ как дополнительное место хранения ценных бумаг с целью обеспечить ускорение переводов из банка-кастодиана в НДЦ и обратно.

Банки-кастодианы являются крупнейшими хранителями ценных бумаг, и их услугами пользуются многочисленные клиенты, особенно иностранные, поскольку отсутствие в России Центрального депозитария и традиционно консервативное отношение риск-менеджмента западных инвесторов к российской инфраструктуре не позволяет пока говорить о масштабном переводе их активов на хранение в расчетные депозитарии. Между российскими брокерами — клиентами НДЦ — и клиентами банков-кастодианов регулярно совершаются сделки на крупные суммы с российскими акциями. Переводы во исполнение этих сделок идут через реестры, что увеличивает сроки исполнения и делает его дорогостоящим.

Заинтересованность в реализации схемы уже проявили ИНГ Банк, Газпромбанк, Сбербанк. Они констатировали резко возросший в последнее время интерес к российскому фондовому рынку и заинтересованность западных инвесторов в появлении недорогой, надежной и эффективной схемы расчетов, которая, в частности, позволяла бы оперативно зачислять бумаги на счета в НДЦ для торгов на ММВБ. Это обусловлено тем, что, учитывая высокую ценовую волатильность биржевого рынка акций, скорость зачисления бумаг на торговые разделы является





важным фактором успешности торговых стратегий.

Параллельно мы работаем и над внедрением электронного документооборота с регистраторами, что позволяет сократить срок перерегистрации прав в реестрах до «день в день». Уже почти 80% операций НДЦ с регистраторами поддерживается системой ЭДО; и мы уделяем значительное внимание дальнейшему развитию этого направления деятельности НДЦ.

Говоря о повышении эффективности зачисления бумаг на торги, не могу не напомнить и о «разделах длительного хранения» с нулевой платой за хранение,

сервисе для стратегических инвесторов, который НДЦ ввел год назад. Мы предлагаем максимально комфортный режим для долгосрочного хранения пакетов ценных бумаг, когда акции при необходимости могут попасть на ФБ ММВБ практически в реальном времени.

Депозитариум Насколько активно иностранные инвесторы работают на российском рынке?

Н. Е. По статистике ФБ ММВБ и НАУФОР, доля иностранных инвесторов выросла примерно до 25 %. Российский рынок давно доступен для нерезидентов. В настоящее время иностранные акционеры могут открывать счет владельца в реестре

или расчетном депозитории. В то же время согласно законодательству даже в случае реализации программы ADR/GDR российские ценные бумаги могут храниться только в России.

Как правило, иностранные инвесторы покупают акции, используя счета в банках-настожданах. Минимизируя риски, расчетные депозитории пока неактивно обслуживают нерезидентов, а в дальнейшем, возможно, работа напрямую через расчетный депозитарий как с российскими, так и зарубежными клиентами, позволит повысить эффективность и привлекательность проведения IPO на российском рынке. ■

НОВОСТИ НДЦ

Представители НДЦ вошли в новый состав Совета Директоров ОАО «Центральный Московский Депозитарий» и ЗАО «Депозитарно-Клиринговая Компания»

21 июня 2007 г. состоялось Годовое общее собрание акционеров ОАО «Центральный Московский Депозитарий» (ОАО ЦМД), на котором был избран новый состав Совета директоров в составе 12 человек, 9 из которых являются независимыми директорами. В состав Совета директоров ОАО ЦМД вошел Егоров Николай, Директор НДЦ.

20 июня 2007 г. состоялось Годовое общее собрание акционеров ЗАО «Депозитарно-Клиринговая Компания» (ЗАО ДКК), на котором был избран новый состав Совета директоров. Из пятнадцати предложенных НДЦ кандидатов все были вновь выбраны в состав Совета директоров ЗАО ДКК: Астанин Эдди, Заместитель директора НДЦ; Медведева Марина, первый заместитель генерального директора ФБ ММВБ; Соловьев Денис, Заместитель директора НДЦ; Наумов Сергей, Заместитель директора НДЦ — контролер; Черкасский Борис, Директор по развитию НДЦ. В настоящее время НДЦ владеет 36,96% акций ЗАО ДКК.

Егоров Николай Викторович назначен Директором НДЦ 17 декабря 2004 г. Закончил Московский инженерно-физический институт. С 1992 по 1996 г. работал на ММВБ в должностях начальника отдела информатизации, технического директора и заместителя генерального директора, занимаясь единой электронной торгово-депозитарной системой. До июня 1999 г. Егоров Н. В. являлся заместителем председателя Банка России, курировавшим департаменты информатизации, телекоммуникаций, Главного и Межрегионального центров информатизации, Техцентра, Центра спутниковой связи. Кроме того, в сфере его компетенции находились вопросы развития информационной системы Банка России, электронных банков данных, сбора и обработки информации. С июня 1999 по апрель 2003 г. занимал пост заместителя генерального директора ОАО «Аэрофлот» по информатике. 29 апреля 2003 г. назначен на должность Первого заместителя Генерального директора ММВБ. С 14 октября 2005 г. — Старший Вице-президент, член Правления ММВБ.

Астанин Эдди Владимирович занимает должность Заместителя директора НДЦ с 1 января 2005 г. Закончил ВИИ им. А. Ф. Можайского по специальности «инженер-баллистик», а также Финан-

совую Академию при Правительстве Российской Федерации по специальности «банковское дело». Кандидат технических наук.

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

Наумов Сергей Николаевич в НДЦ с 1 апреля 1998 г., в октябре 2003 г. назначен на должность заместителя директора НДЦ — контролера. Окончил Московский институт народного хозяйства (МИНХ) им. Г. В. Плеханова по специальности «планирование народного хозяйства» в 1976 г., кандидат экономических наук, доцент. В период 1981–1993 гг. преподавал в МИНХ им. Г. В. Плеханова. В 1993–1998 гг. работал аудитором-консультантом, старшим консультантом и главным экспертом международной аудиторско-консалтинговой компании PriceWaterhouse по контрактам с ГКИ РФ и ФКЦБ России.

Соловьев Денис Вячеславович занимает должность Заместителя директора НДЦ с 14 июля 2003 г. Д. В. Соловьев окончил МГУ им. М. В. Ломоносова по специальности «физика», а также ИМПЭ им. А. С. Грибоедова по специальности «менеджмент». Кандидат юридических наук. University of Oxford, Said Business School, MBA 2007 г. До прихода в НДЦ Д. Соловьев 7 лет возглавлял Управление продаж депозитарных услуг и связей с клиентурой ОНЭКСИМ-Банка/РОСБАНКА, а ранее работал в московском банке группы ING Barings — банке ИНГ (Евразия).

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



Денис Соловьев
заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук

РОССИЙСКИЕ ИНВЕСТИЦИИ В ИНОСТРАННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА

Доклад на 4-м Ежегодном международном форуме
«Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г., Москва

В СВОЕМ ВЫСТУПЛЕНИИ НА ФОРУМЕ ЗАМЕСТИТЕЛЬ ДИРЕКТОРА НДЦ ДЕНИС СОЛОВЬЕВ ПРЕДВАРИЛ ЗАЯВЛЕННУЮ ТЕМУ, А ИМЕННО РАССКАЗ ОБ ИНОСТРАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГАХ И РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСКАХ (РДР), НЕКОТОРЫМИ РАЗМЫШЛЕНИЯМИ О ТОМ, ЧТО ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ РЫНКИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ЛИКВИДНОСТИ. И В ЭТОМ АСПЕКТЕ ПОЯВЛЕНИЕ НОВОГО ИНСТРУМЕНТА НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ПРИОБРЕТАЕТ ОСОБУЮ ЗНАЧИМОСТЬ.

До сих пор российский рынок развивался и развивается, основываясь только на торговле акциями российских эмитентов, причем не очень большого их числа. При этом некоторая, достаточно существенная, доля рынка находится не в пределах Российской Федерации — торговля происходит на иностранных биржах в форме глобальных и американских депозитарных расписок. До 2002 г. (это год принятия закона Сарбейнса-Оксли) основным местом торговли были американские рынки, но с введением этого закона торговля акциями российских эмитентов перешла на Лондонскую фондовую биржу.

В современном мире обращает на себя внимание стремление бирж к концентрации ликвидности. Причина этого проста. Технологии торговли с частичным обеспечением, соответственно, проведение залоговых операций (управление залогом), только тогда эффективны и толь-

ко тогда биржа конкурентоспособна, когда максимальное количество финансовых инструментов допущено к торгам и принимается в качестве залогового обеспечения, и тогда стоимость обслуживания залога для инвестора минимальна.

С этой точки зрения своеобразная конкуренция, которая имеет место между национальными и глобальными торговыми системами, выглядит более или менее предсказуемой. Более крупные игроки, которых я называю глобальными, к которым, безусловно, относится и Лондонская фондовая биржа, и другие биржи, расширяют свое присутствие на иностранных рынках двумя путями. Они приобретают национальные биржи и организуют торговлю иностранными ценными бумагами.

В табл. 1 представлены объемы торгов иностранными ценными бумагами на европейских биржах. Ярво выраженным

лидером является Лондонская фондовая биржа.

В плане подтверждения тезиса о стремлении бирж к концентрации ликвидности обращают на себя внимание определенные изменения в части регулирования и саморегулирования деятельности европейских центральных депозитариев. Эти изменения обеспечивают их взаимодействие друг с другом и тем самым обеспечивают возможность участникам с любого рынка, где бы они ни находились, совершать операции с ценными бумагами иностранного государства с использованием междепозитарных связей между своим депозитарием и депозитарием того государства, с ценными бумагами которого происходит транзакция.

Известно, что существует несколько механизмов такого взаимодействия: с использованием кастодианов, национального центрального депозитария, междуна-



Таблица 1. ОБЪЕМЫ ТОРГОВ ИНОСТРАННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА ЕВРОПЕЙСКИХ БИРЖАХ (МАЙ 2007 Г.)

Фондовая биржа	Объем торговли иностранными ценными бумагами (EURO млн)	% от общего объема торговли
London Stock Exchange	346 332	46,70
Deutsche B_rse	20 555	7,78
Borsa Italiana	6 636	3,29
OMX	4 463	3,72
Oslo B_rs	4 029	11,84
Euronext	2 814	0,74
Prague Stock Exchange	860	29,25
Wiener B_rse	810	9,61
Athens Exchange	745	9,10
Spanish Exchanges (BME)	627	0,33
SWX Swiss Exchange	533	5,11
Warsaw Stock Exchange	240	4,46
Irish Stock Exchange	7	0,08

Источник: FESE.

СТОИМОСТЬ ТРАНЗАКЦИЙ С ИНОСТРАННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА ЕВРОПЕЙСКОМ РЫНКЕ



родных центральных депозитариев, с привлечением центральных контрагентов. Здесь ничего необычного нет. Необычное заключается в том, что с определенного времени, с принятия Европейского кодекса поведения по клирингу и расчетам в ноябре 2006 г., стало реально происходить что-то, что устраняет технические барьеры при взаимодействии между инфраструктурными институтами. Эти барьеры (обозначенные и проанализированные рядом экспертных групп) являлись существенным препятствием для концентрации иностранной ликвидности на ведущих торговых площадках. Без создания связей или какого-то механизма, который обеспечивает возможность для проведения расчетов с иностранными ценными бумагами, дальнейшее развитие бирж становится невозможным — стоимость транзакций на европейском рынке с иностранными ценными бумагами слишком велика (см. рисунок). О чем свидетельствуют существенные лоббистские усилия

по обеспечению соответствующего уровня кооперативности со стороны центральных депозитариев.

Другим подтверждением является достаточно спорная, неоднозначно воспринимаемая центральными депозитариями инициатива построения системы расчетов с ликвидными ценными бумагами, основанной на системе корреспондентских отношений между центральными депозитариями и неким управляющим механизмом, который создается на базе системы денежных расчетов *Target 2*. В результате, если реализуется либо более затратный и трудный механизм обеспечения взаимодействия между центральными депозитариями без управления этим взаимодействием, т. е. основанный на саморегулировании, либо проект *Target 2 Securities*, то, наверное, появится возможность создания Еврорынка и концентрации ликвидности в одной или двух точках — торговых системах, лидирующих на рынке.

Каким образом это относится к Российской Федерации? Дело в том, что российский фондовый рынок по объему капитализации сравним с рынком Германии, при этом он основан только на российской ликвидности. И если сравнить уровень корпоративного долга и уровень капитализации, нераскрытый потенциал очевиден. Соответственно, и нам, и иностранным биржам есть за что побороться.

Как оценить ситуацию, когда российская ликвидность имеет тенденцию к перетеканию на зарубежные рынки? С одной стороны, это можно воспринять позитивно. В настоящее время рынок в небольшой степени зависит от иностранного капитала, обороты поддерживаются по большей части российскими инвесторами. Однако последние IPO показали, что это обстоятельство не гарантирует рынку стабильности. Так, в процессе проведения размещений инвесторы забирали средства из паевых фондов, которые, чтобы вернуть деньги, вынуждены продавать ценные бумаги, и приобретали акции Роснефти, Сбербанка и ВТБ. Аналитики сходятся во мнении, что последовавшая за этими размещениями стагнация рынка и стагнация индустрии паевых фондов вызваны именно доминированием на внутреннем рынке российских инвесторов и их ограниченным потенциалом, оказавшимся недостаточным для того, чтобы даже частично «переварить» три крупных размещения.

Прошедшие размещения также не в лучшую сторону изменили качество рынка. Во-первых, инвестиционные портфели реструктурированы так, что уровень риска вследствие большего веса индивидуальных бумаг в общем портфеле повысился. Крупный бизнес оттянул ликвидность из иных секторов, в частности из наукоемких и технологичных отраслей. Последовавшая за размещениями стагнация рынка как минимум отсрочила выход на него других эмитентов. Дефицит ликвидности на рынке ценных бумаг, возможно, будет компенсирован долговым и проектным финансированием банков, получивших средства в процессе размещения. Однако это несколько иной тип финансирования, чем тот, который компании получают на рынке ценных бумаг. Поэтому на уровне модели финансирования экономики следует ожидать большего смещения в область кредитного финансирования и Германской модели, нежели развития рынка ценных бумаг и построения англо-американской модели. Еще несколько уже объявленных размещений крупных банков с госучастием могут окончательно закрепить эту тенденцию. Таким образом, возможно, что двойное размещение, разме-



щение на иностранном и на российском рынке, — не такая уж плохая вещь. Она позволяет, продолжая привлекать деньги, поддерживать стабильность национально-го финансового рынка.

Но, с другой стороны, есть отрицательные моменты. Если большая доля ликвидности перетекает на иностранные рынки, то становится трудным, допустим, Банку России управлять курсом рубля. Ситуация может стать непредсказуемой, и любая страна, которая думает о своем развитии, о развитии своей экономики, должна предпринимать что-то в ответ на подобные угрозы. Что она может предпринять, если ее возможности по обеспечению соответствующего уровня услуг для иностранных инвесторов не очень велики? Например, инвестор хочет получить как можно больше в рамках одной торговой системы, на которую настроены его программные средства, его бэк- и миддл-офисы, трейдеры. Допустим, инвестор хочет торговать с интенсивностью, в 4 раза превышающей возможности тех технологий, которые существуют на национальном рынке (если говорить о торговле с частичным обеспечением, с покрытием 25% от объема заключенных сделок, с управлением рисками и т. д.). К сожалению, пока российскому рынку нечего предложить иностранным инвесторам, стремящимся торговать с той же эффективностью, что и на зарубежных биржах. И если наш рынок не будет стремиться конкурировать с иностранными и бороться за российских и иностранных эмитентов, а также за иностранных участников, как иностранные биржи конкурируют с российскими и между собой, то предпочтения инвесторов легко предугадать. Можно какое-то время еще существовать в своей нише или даже

расширить ее до уровня регионального центра не очень большого региона, но с каждым годом технологический и культурный разрыв все увеличивается, и результат очевиден. Или можно попробовать воздвигнуть технологические или юридические барьеры. И до настоящего времени это остается самой распространенной практикой протекционизма на национальных рынках. Но этот путь не ведет к развитию и конкурентоспособности.

Интересно проанализировать, что представляют собой рынки стран БРИК с точки зрения барьеров, которые существуют на них для каких-либо целей (табл. 2), и проблема иностранного номинального держателя, которая активно и давно обсуждается у нас. Оказывается, что все наиболее динамично развивающиеся страны достаточно консервативны в части обеспечения интересов на своем рынке и ни одна из этих стран не открывает рынок, не признает концепт иностранного номинального держателя на 100%. До настоящего времени ни Индия, ни Китай, ни Бразилия не признают в полной мере иностранного номинального держателя.

Технологически конкурировать с иностранными рынками нам достаточно не просто, учитывая то, что уже сложившиеся, имеющиеся в наличии технологии несколько отличаются от того, к чему привыкли инвесторы — те самые инвесторы, которые вследствие технологических барьеров несут расходы, оплачивая свое присутствие, оплачивая возможность инвестировать в высокодоходные инструменты. Мы часто говорим, что в России расчеты очень надежные, что они происходят на $T + 0$, с полным преддепонированием, т. е. 100% надежные расчеты.

Однако как раз преддепонирование, обеспечивающее надежность, есть достаточно серьезное ограничение с точки зрения связывания активов и с точки зрения обеспечения возможности инвесторам торговать с той интенсивностью, которую им могут предложить зарубежные рынки. И это следствие отсутствия надлежащего регулирования и развитых технологий клиринга и отсутствия центрального контрагента.

И все же ситуация не столь уж критична. И даже основанный только на торговле национальными инструментами с точки зрения ликвидности российский рынок выглядит весьма неплохо. Да, от лидеров отставание в разы. Чем это отставание объясняется, вы видели — отсутствием иностранных ценных бумаг, которые торгуются на рынках-лидерах. Но тем не менее у российского рынка, если он вовремя осознает свои проблемы и свои перспективы, на мой взгляд, есть шанс. Особенно сейчас, когда регулятор в очередной раз выступил инициатором процессов развития на рынке и признал возможность для российских инвесторов торговать иностранными ценными бумагами.

Федеральная служба по финансовым рынкам сообщила, что нормативная база для выпуска РДР полностью готова, информация об этом прошла по всем финансовым лентам страны. Опубликован список бирж, включение иностранных ценных бумаг в котировальные списки которых является обязательным условием для осуществления эмиссии российских депозитарных расписок в случае, если эмитент иностранных ценных бумаг не принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитар-

Таблица 2. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА СТРАН БРИК

Показатель	Бразилия		Россия		Индия		Китай
	Акции CBLC	Облигации государственные — SELIC корпоративные — CETIP	Акции Нет единого ЦД	Облигации НДЦ	Акции NSDL SDSL	Облигации PDO NSDL SDSL	
ЦД							Акции/ Облигации SCDCC
Расчетный цикл	$T + 3$	SELIC $T + 0$ или $T + 1$ CETIP $T + 0$	От $T + 0$ до $T + 3$	$T + 0$	$T + 2$	Госбумаги $T + 1$. Корпоративные. От $T + 0$ до $T + 2$	Акции категории «А» и облигации $T + 1$. Акции категории «В» $T + 3$
Структура счетов	Акции учитываются на счетах собственников. Допускается номинальное держание облигаций		Возможно открытие счета владельца, номинального держателя и доверительного управляющего		Отсутствует концепт номинального держателя. Все бумаги регистрируются на имя конечного владельца		Ценные бумаги учитываются на счетах собственников
Иностранный НДС	Не признается		Не признается		Не признается		Не признается



ных расписок¹. Определен также перечень организаций, в которых российские депозитарии могут открывать счета для учета прав на иностранные ценные бумаги в целях осуществления эмиссии российских депозитарных расписок (всего 64 депозитария со всего мира, в том числе *Euroclear* и *Clearstream*)². О своей готовности выпустить РДР объявили первые эмитенты, иностранные компании с российскими активами. *X5 Retail Group* даже назвала ориентировочное время размещения — вторая половина 2007 г.

чему, игнорировать появление на рынке столь привлекательного актива было бы для лидера этого рынка абсолютно неверным решением. Поэтому мы должны следовать по пути развития эмитентов и постоянно обеспечивать для них возможность выхода на российский рынок.

Но, сконцентрировавшись на таких эмитентах, мы ограничиваем возможности инструмента российских депозитарных расписок опять же до российского сегмента и не меняем нишевой ориентации нашего рынка. А между тем другой

приобретения иностранной бумаги без понимания того, как он сможет впоследствии реализовать права по ней? И хотя в настоящее время по инициативе ряда брокеров обсуждается возможность разрешить паевым инвестиционным фондам приобретать иностранные бумаги в портфели, идея российских депозитарных расписок представляется более предпочтительной как с точки зрения развития национального рынка, так и как инструмент, менее рискованный, чем базовые бумаги. Неслучайно все рынки (за исключением рынка объединенной Европы, но это отдельная ситуация) пошли по пути организации торговли именно расписками, а не иностранными ценными бумагами напрямую.

Как мне кажется, было бы хорошо, если данная идея была бы поддержана лидерами индустрии депозитарных расписок. То есть если бы этим выпуском расписок занимались профессионалы, те, у кого уже построена сеть счетов, открытых в различных депозитариях (перечень в приказе ФСФР поименован, 64 депозитария), у кого уже такой бизнес «депозитарно-расписочный» есть, кто может просто встроить РДР в свои механизмы. Хочется, чтобы это был недорогой инструмент, а если запускать его с нуля, то это потребует затрат, потребует времени на развитие. Если же этим займется как бы «завод по производству депозитарных расписок», это будет более эффективно с разных точек зрения. Такими «заводами» являются, во-первых, *Bank of New York*, во-вторых, *Deutsche Bank*, в-третьих, *JP Morgan*, в-четвертых, *Citibank*, возможно, заинтересуется РДР и *ING* Банк. И в случае их интереса к этому инструменту, шансы на то, что рынок российских депозитарных расписок появится и будет процветать, достаточно большие.

Пока еще есть некоторые проблемы, без решения которых запуск РДР не будет удачным. Прежде всего это налоговый вопрос. В частности, если иностранный эмитент выплачивает дивиденды и, как это в РФ происходит, удерживает с них налог, то полученные дивиденды банком-эмитентом РДР не должны облагаться налогом в РФ с целью избежать двойного налогообложения. Иначе работа с ино-

Было бы хорошо, если идея РДР была бы поддержана лидерами индустрии депозитарных расписок.

А ведь до сих пор концепция российских депозитарных расписок была неочевидна. Я в 2001 г. защищал диссертацию, в которой вводил понятие РДР, просто перевернув АДР и ГДР, потому что, на мой взгляд, идея была как раз очевидна. Раньше или поздно этот инструмент должен был бы понадобиться, но в 2001 г., когда все охотились за деньгами, идея воспринималась, мягко говоря, неоднозначно. Почему российские инвесторы, нужда в средствах которых в тот момент была особенно велика, должны были финансировать иностранные компании? Сейчас идея прижилась. Почему?

Российский рынок состоит из 10–15 ликвидных инструментов, которые обеспечивают 90% объемов операций на рынке. Соответственно, рынок является очень и очень волатильным, кроме того, он зависим от цены на нефть и газ. Притом, что существует ряд, по сути, российских эмитентов, т. е. компаний с российскими активами, но зарегистрированных в офшорных зонах. Их бумаги могут обращаться на российский рынок только в форме российских депозитарных расписок. К таким компаниям, помимо *X5 Retail Group*, относятся, к примеру, «Евраз», зарегистрированный в Люксембурге, некоторые компании «Русского алюминия». Терять «голубые фишки» ни к

тип РДР — неспонсируемые расписки, выпущенные на ликвидные акции крупных компаний, — могут быть интересны портфельным профессиональным и непрофессиональным инвесторам.

В принципе в отношении иностранных инструментов на национальном рынке есть и другой путь — мы можем разрешить всем без исключения российским инвесторам инвестировать в иностранные ценные бумаги, дать возможность нашим брокерским компаниям, нашим банкам торговать на иностранных рынках. На мой взгляд, это серьезный шаг на пути к либерализации режима для профессиональных участников — брокеров и управляющих. Но сама по себе либерализация вызывает определенные вопросы, поскольку одним из следствий будет увеличение ликвидности иностранных финансовых рынков, а не рынка российско-го. Приобретая иностранные ценные бумаги в портфели фондов, продавать и покупать их впоследствии можно только на иностранных рынках. На российском рынке могут обращаться только бумаги, зарегистрированные и допущенные ФСФР. Но кто из эмитентов, брокеров и управляющих будет тратить время и деньги для того, чтобы создать в России рынок иностранной бумаги? Кто возьмет на себя риск подвергнуть инвестора опасности

¹ Приказ ФСФР России от 27 апреля 2007 г. № 07-51/пз-н «Об утверждении перечня иностранных фондовых бирж, включение иностранных ценных бумаг в котировальные списки которых является обязательным условием для осуществления эмиссии российских депозитарных расписок в случае, если эмитент иностранных ценных бумаг не принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок». Зарегистрирован в Минюсте РФ 14 июня 2007 г. № 9653. В список вошла 21 биржа: Нью-Йоркская фондовая биржа (*NYSE*), *Nasdaq*, Лондонская фондовая биржа (*LSE*), Токийская фондовая биржа (*Tokyo Stock Exchange*), Евронекст (*Euronext Amsterdam*, *Euronext Brussels*, *Euronext Lisbon*, *Euronext Paris*), Немецкая фондовая биржа (*Deutsche Borse*), Испанская фондовая биржа (*BME Spanish Exchanges*), Шанхайская фондовая биржа (*Shanghai Stock Exchange*), Итальянская фондовая биржа (*Borsa Italiana*), Северная фондовая биржа (*OMX Nordic Exchange*), Швейцарская фондовая биржа (*Swiss Exchange*), Фондовая биржа Торонто (*Toronto Stock Exchange*), Шенженьская фондовая биржа (*Shenzhen Stock Exchange*), Гонконгская фондовая биржа (*Hong Kong Stock Exchange*), Корейская фондовая биржа (*Korea Exchange*), Австралийская фондовая биржа (*Australian Stock Exchange*), Тайваньская фондовая биржа (*Taiwan Stock Exchange Corp.*), Фондовая биржа Осло (*Oslo Bors*), Американская фондовая биржа (*American Stock Exchange*), Национальная Индийская фондовая биржа (*National Stock Exchange India*), Фондовая биржа Сан-Пауло (*Sao Paulo Stock Exchange*).

² Приказ ФСФР России от 27 апреля 2007 г. № 07-52/пз-н «Об утверждении перечня организаций, в которых российские депозитарии могут открывать счета для учета прав на иностранные ценные бумаги в целях осуществления эмиссии российских депозитарных расписок». Зарегистрирован в Минюсте РФ 14 июня 2007 г. № 9654.



странной ценной бумагой будет очевидно невыгодна участникам. Чтобы этого не произошло, нужно адресовать соответствующий вопрос к налоговой службе, обосновав невзимание налога по дивидендам, выплачиваемым по РДР, этим обстоятельством. Если налог не удержан, то он, естественно, исчисляется в соответствии с налоговым статусом владельца РДР. Этот вопрос еще не урегулирован, и он очень важен. В других странах ситуация регулируется локальными решениями налоговых органов либо соглашениями об избежании двойного налогообложения. Но локальным органам обязательно нужно издать акт правоприменения для своих участников, в данном случае для российских участников рынка ценных бумаг, которые являются налоговыми субъектами. Этот вопрос нужно однозначно решить сейчас, до запуска этого инструмента.

Нишевая ориентация рынка перестала быть выгодной, более того, она перестает быть возможной. С точки зрения стратегии развития мы стоим перед выбором: быть региональным «инкубатором» ликвидности для иностранных бирж или начать работу по созданию международного финансового центра. Если идти по первому пути, то все эмитенты будут начинать свою деятельность здесь (в «РТС-Старт» или секторе ИРК на ММВБ). Но дальше? Вариантов немного: либо работают на российском рынке, увеличивая его ликвидность, либо обращаются на иностранных биржах, увеличивая потенциальную волатильность российского рынка.

По пути собирания ликвидности со всех национальных рынков шли ведущие мировые биржи – Нью-Йоркская биржа, Лондонская биржа, Германская биржа, организуя торговлю глобальными или американскими депозитарными расписками. Думается, что для России нет особого пути. То, что делают наши конкуренты,

должны делать и мы, иначе наша нишевая ориентация рано или поздно приведет к тому, что ликвидность будет уходить с нашего рынка и мы уже не сможем, как сейчас, техническими ограничениями удерживать его в национальных границах. Почему так в этом уверен? Потому что, несмотря на все лоббистские усилия, несмотря на желание удержать ликвидность внутри рынка, есть более весомые интересы. Например, в рамках вступления России в ВТО совершенно не предусмотрена никакая-либо защита финансового рынка РФ. Таким образом, после вступления России в ВТО все иностранные участники и иностранные биржи будут иметь возможность работать на российском рынке.

Вероятно, в преддверии такого прихода иностранные биржи активизировались уже сейчас. Так, например, недавнее создание совместного предприятия Фондовой биржи Санкт-Петербург и шведской компании *ОМХ*, которая организует торговлю на скандинавских рынках и владеет центральными депозитариями там же, свидетельствует о том, что этот процесс актуален. Активизация группы «Дойче Борсе», в том числе расширение присутствия «Дойче Борсе» в форме дополнительных офисов и постоянный мониторинг эмитентов, который проводят специалисты группы, говорит об этом же.

Поэтому, когда я говорю о российских депозитарных расписках, на самом деле имею в виду, что вопрос-то шире гораздо. Вопрос в том, сохранится ли ликвидность на национальном рынке, и если нет, то как это скажется на динамике развития экономики России в целом. Почему это важно? Потому что капитализация этого рынка, его объем уже сопоставимы с ВВП. Если наблюдается перетекание ликвидности на иностранные биржи, то, по не зависящим от нас причинам, оно мо-

жет быть абсолютно непредсказуемым. То есть управление экономикой в целом будет представлять собой некоторую проблему.

И в заключение еще раз хочу сказать, что российский рынок должен быть готов к тому, что технические барьеры между нашим рынком и иностранными рынками будут сметены тем или иным образом, и, если он рассчитывает на конкуренцию с иностранными рынками, он должен вести себя соответственно международным стандартам работы, внедряя технологии риск-менеджмента, внедряя концепцию центрального контрагента, внедряя технологии расчетов и циклы расчетов, принятые во всем мире, т. е. предлагая конкурентоспособные технологии и стандарты работы, а не только высокую доходность, которая в основном и привлекала иностранных участников на наш рынок до настоящего времени. ■

НОВОСТИ НДЦ

Об открытии нового раздела на сайте «Предстоящие блокировки»

На сайте НДЦ в Базе данных по ценным бумагам открыт новый раздел «Предстоящие блокировки», в котором еженедельно будет размещаться информация о предстоящих плановых депозитарных блокировках по выпускам облигаций, находящимся на централизованном хранении в НДЦ.

В разделе будет размещаться информация о блокировках на предстоящую неделю. Обновление информации о блокировках будет производиться регулярно.

Дополнительную информацию Вы можете получить в Клиентском отделе НДЦ по телефонам: (495) 956-27-90, (495) 956-27-91, в филиалах или у региональных представителей НДЦ.

http://www.ndc.ru/ru/db/lists/block_previe/



Наталья Сидорова
директор — начальник депозитарного отдела,
ИНГ Банк (Евразия)

НЕКОТОРЫЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ В РОССИИ И ПЛАТЕЖЕЙ, СВЯЗАННЫХ С РАЧЕТАМИ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Доклад на 4-м Ежегодном международном форуме
«Российские ценные бумаги», 26–27 июня 2007 г., Москва

Тема выступления Натальи Сидоровой относится не столько к рынку ценных бумаг, сколько к тем особенностям расчетов по ценным бумагам, которые связаны с переводами денежных средств. Также Н. Сидорова говорит о некоторых аспектах того продукта, который называется управлением наличностью и ликвидностью.

Как всегда, мне хотелось бы сначала поблагодарить организаторов за предоставленную возможность выступить на этой конференции, проведение которой, как вы знаете, уже превратилось в добрую традицию, что подтверждает и множество знакомых лиц в этом зале.

На этот раз я не буду говорить о Центральном депозитарии (странно, не правда ли), и, если о нем случайно и будет какое-то упоминание, давайте считать, как в фильмах про политиков, что это является простым совпадением. И помимо отсутствия Центрального депозитария, в инфраструктуре рынка существует несколько весьма серьезных пробелов и недостатков, что не позволяет эффективно осуществлять и развивать далее расчеты по ценным бумагам.

В связи с этим тема моего выступления сегодня относится не столько к рынку ценных бумаг, сколько к тем особенностям расчетов по ценным бумагам, которые связаны с переводами денежных

средств. Поэтому я также буду говорить и о некоторых аспектах того продукта, который называется управлением наличностью и ликвидностью, или, если использовать более распространенный термин, *cash management*.

Для того, чтобы понять, какие сложности и особенности возникают при расчетах по ценным бумагам против денежных средств, сначала стоит более подробно остановиться на существующей инфраструктуре рынка денежных расчетов и переводов и ее специфике.

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ДЕНЕЖНЫХ РАСЧЕТОВ И ПЕРЕВОДОВ

В настоящий момент банковская система России представляет собой двухуровневую систему, состоящую из Центрального Банка (первый уровень) и коммерческих банков и кредитных организаций (второй уровень). Российский

банковский сектор представлен большим количеством маленьких банков, несколькими крупными банками, контрольным пакетом которых владеет государство и которые занимают доминирующее, а подчас и монопольное положение на рынке, а также сравнительно небольшим числом иностранных банков (их дочерних компаний).

Центральный Банк является основным надзорным органом российского банковского сектора. Его полномочия определяются законодательством, и он напрямую подчиняется Государственной думе. Центральный Банк выдает генеральные банковские лицензии, определяет правила проведения банковских операций (например, в отношении минимальных требований к резервам, величины риска на одного заемщика, достаточности собственных средств) и т. д. Он также осуществляет функции надзора за платежной системой России и отвечает за стабильность банковской системы.



Платежи в России осуществляются через ряд различных систем. Благодаря разветвленности региональной сети и числу филиалов самым распространенным способом осуществления платежей является использование платежной системы Центрального Банка и сети Сбербанка. Центральный Банк имеет 78 региональных подразделений и покрывает 59% локальных платежей по объему и 66% по величине. Сбербанк является вторым по величине, имеет 35 тыс. филиалов и обрабатывает большинство розничных переводов. Его система межбанковских платежей покрывает обработку 48% локальных платежей по объему и 33% — по величине. Я привожу эти данные для того, чтобы показать, что остальные платежные системы (корреспондентские отношения и платежи, осуществляемое через небанковские кредитные организации) имеют гораздо меньшие объемы и, соответственно, меньший вес в осуществлении платежей в России.

Все лицензированные кредитные организации в России являются членами платежной системы ЦБ, и имеют счета в ЦБ, или его филиалах.

Платежная система ЦБ РФ не имеет официальных фиксированных рабочих часов, что объясняется многочисленными временными зонами и большой протяженностью страны.

Платежи могут осуществляться как в электронной, так и в бумажной форме, хотя платежи в бумажной форме составляют менее 7% от общего числа и величины платежей.

Система расчетов является порейсовой и состоит из 5 рейсов с фиксированными границами. Это означает, что банки отсылают платежи рейсами в ЦБ РФ на ежедневной основе.

Все платежи по одному региону рассчитываются в ЦБ РФ в течение одного дня. Если банк получателя и банк отправителя находятся в разных регионах, сроки расчетов будут зависеть от того, какую электронную систему расчетов использует банк получателя. Обычно сроки расчетов в таком случае занимают не более 3 дней.

Для большинства межрегиональных электронных расчетов средства отправляются первым рейсом, зачисляются с той же датой валютирования и доступны получателю в тот же день (что, однако, зависит от политики определения даты валютирования банка получателя). В результате, если платежное поручение предоставляется в банк до окончания первого рейса, а банк отправителя соглашается осуществить такой ранний перевод, зачисление средств на счет получателя

произойдет с датой валютирования того же дня, и такие средства могут быть использованы для дальнейших расчетов. Если платеж отправлен после первого рейса, то обычно зачисление средств на счет получателя произойдет следующим днем.

Также широко используются межбанковские платежи, в основном для таких платежей используется платежная система Сбербанка. Наличие этой системы с разветвленной филиальной сетью освобождает кредитные организа-

деральными законами «О Центральном Банке», «О Банках и банковской деятельности», а также другими федеральными законами и инструкциями Центробанка, которые являются обязательными для исполнения всеми кредитными организациями.

Гражданский кодекс РФ содержит ключевые нормы в отношении наличных и безналичных платежей в РФ, банковских депозитов и счетов, тайн банковских операций, очереди кредиторов, сроков осуществления операций, ответственно-

Недостатки расчетно-клиринговой инфраструктуры в России во многом связаны с правовым регулированием платежных систем и денежных счетов.

ции от необходимости открывать корсчета в региональных филиалах Центрального Банка.

Необходимо отметить, что несмотря на то, что вышеописанные платежные системы в России являются достаточно жизнеспособными, у них имеется ряд недостатков, которые не позволяют эффективно и легко осуществлять расчеты. Особенно большое влияние эти недостатки оказывают на иностранных инвесторов, которые стремятся воспользоваться расчетами по ценным бумагам в рублях на основании принципа «поставка против платежа».

Недостатки расчетно-клиринговой инфраструктуры в России во многом связаны с правовым регулированием платежных систем и денежных счетов, а также с теми пробелами, которые не позволяют российской платежной системе приблизиться к общепризнанному мировым стандартам.

НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ ПЛАТЕЖЕЙ И РАСЧЕТОВ

Подобно законодательству о рынке ценных бумаг, денежные переводы также регулируются значительным количеством нормативных актов. Давайте посмотрим, какие положения законодательства являются определяющими и оказывают наибольшее влияние, как положительное, так и отрицательное, на осуществление платежей в России.

Платежная система Центрального Банка, а также других организаций, регулируется Гражданским кодексом РФ, Фе-

сти участников платежных систем. В частности, Гражданский кодекс РФ предусматривает обязанность кредитной организации осуществить перевод средств со счета клиента не позднее дня, следующего за днем получения соответствующего платежного документа от клиента, если более короткий срок не предусмотрен договором банковского счета.

В отношении очереди кредиторов, обязательной для исполнения кредитными организациями, коммерческие платежи находятся в последней, 6-й очереди, что должно соответствующим образом отражаться в платежных поручениях и является ориентиром для банка касательно исполнения и очередности платежей.

В соответствии с Положением ЦБ-2-П «Об осуществлении безналичных платежей», которое, в частности, определяет финальность и безотзывность платежей, платежное поручение является основным документом для осуществления безналичных платежей. Его заполнение и представление в кредитные организации регламентируется нормативными документами Банка России и связано с определенными сложностями, в основном для банков-нерезидентов. Об этом мы поговорим чуть позже.

Расчеты могут осуществляться как в рублях, так и в иностранной валюте. Расчеты в иностранной валюте имеют ряд ограничений и могут осуществляться только в случаях, предусмотренными федеральными законами.

Либерализация валютного законодательства сняла большинство ограничений в отношении расчетов, в первую очередь связанных с необходимостью использо-



вания спецсчетов и резервирования средств. Дополнительные разъяснения, предоставленные ЦБ РФ и ФСФР, также предусматривают, в частности, возможность оплаты нерезидентами акций российских акционерных обществ иностранной валютой, в том числе при их размещении.

Несомненно, это положительные изменения, которые, казалось бы, должны были привести к дополнительным вливаниям в экономику страны со стороны иностранных инвесторов. Ожидалось также,

работающих по СВИФТ, а также копии их паспортов.

Таким образом, формально много внимания уделяется усовершенствованию инфраструктуры денежных расчетов и привлечению иностранных инвесторов на российский рынок, однако на практике существуют значительные сложности, которые не уменьшаются и после введения новых инициатив и нормативных актов, что, естественно, не способствует улучшению инвестиционного климата в России, увеличению инвестиций и при-

обработки платежей. Наряду с ее внедрением также нужно обратить внимание на существующие недостатки расчетно-клиринговой системы в России и предпринять радикальные меры для улучшения этой ситуации.

НАИБОЛЕЕ КРИТИЧНЫЕ МОМЕНТЫ. РАСЧЕТЫ В РУБЛЯХ

Давайте обсудим и суммируем, что с точки зрения осуществления платежей в России является наиболее критичным и на что должно быть обращено особое внимание.

В связи с либерализацией валютного законодательства, большим потенциалом российского рынка, а также устойчивой тенденцией укрепления рубля по отношению к доллару наибольший интерес в данный момент для иностранных инвесторов представляют расчеты в рублях. Это относится и к локальным инструментам, и к еврообондам, деноминированным в рублях, расчеты по которым могут осуществляться через международные центральные расчетные депозитории — Евроклир и Клирстрим. Возможность эффективного проведения этих расчетов, также закрепленные законодательно, позволяют нерезидентам получить доступ к рынку долговых инструментов на ММВБ и другим расчетам в рублях, а их локальным банкам оказывать им весь спектр услуг в отношении обслуживания их ЛОРО счетов. Однако в настоящий момент сложности, связанные с расчетами по ценным бумагам в рублях, к сожалению, не дают возможности иностранным инвесторам полноценно осуществлять инвестиции в этот сегмент рынка.

Прежде всего мы говорим о возможности осуществления таких расчетов по системе СВИФТ. Как уже упоминалось ранее, платежное поручение имеет определенные, обязательные для заполнения поля и требования к его оформлению. Давайте поподробнее остановимся на этих полях. Одним из них является обязательное использование кода валютной операции (*VO code*), который описывает назначение платежа в полном соответствии с деталями платежа, указанного в поручении клиента. За соблюдением этого требования следят департаменты валютного контроля уполномоченных банков. Так, например, вы не можете указать в качестве ВО-кода «оплата за ценные бумаги», а в деталях платежа «возврат кредита». Такое платежное поручение не будет принято банком. Другим требованием является необходимость указать идентифицирующий номер банка корреспондента.

Система RTGS успешно используется на международных рынках, и очевидно, что ее внедрение в России позволит банкам проводить расчеты более оперативно, более эффективно использовать банковские активы и управлять ликвидностью.

что отмена многих ограничений, ранее предусмотренных валютным законодательством, приведет к доступу иностранных инвесторов к тем сегментам рынка, которые ранее были для них закрыты, например секции государственных и корпоративных облигаций на ММВБ. Однако инвестиции в такие инструменты предполагают обязательные расчеты в рублях, а также имеют определенные операционные и налоговые сложности, что по-прежнему сильно ограничивает нерезидентов. Это напрямую относится и к особенностям денежных переводов в России.

Хотелось бы также остановиться и на некоторых нюансах новой инструкции 28-И. Ее введение в отношении открытия новых банковских счетов, очевидно, планировалось для большей прозрачности клиентов для банков и дальнейшего противодействия отмыванию денег и борьбе с финансированием терроризма. Но на практике, новые правила оказали несколько негативное влияние, и прежде всего не на так называемые *SPV* с непрозрачной структурой собственности, а на добропорядочные крупнейшие международные финансовые институты. Таким организациям трудно объяснить, почему всемирно используемая в банковском сообществе система СВИФТ приравнивается к такому способу передачи банковских документов, как аналог ручной подписи (ЭЦП), и почему для открытия новых денежных счетов им необходимо предоставлять подтверждение полномочий лиц,

ближнему России к международным стандартам.

ВНЕДРЕНИЕ СИСТЕМЫ ВАЛОВЫХ РАСЧЕТОВ В РЕЖИМЕ РЕАЛЬНОГО ВРЕМЕНИ

Несмотря на вышесказанное, заметно, что определенные шаги в этом направлении все же делаются. Это прежде всего относится к планам Центрального Банка по внедрению системы валовых расчетов в режиме реального времени (*RTGS*). Эта система успешно используется на международных рынках, и очевидно, что ее внедрение в России позволит банкам проводить расчеты более оперативно, более эффективно использовать банковские активы и управлять ликвидностью. Использование этой системы также позволит снизить риски при расчетах по сделкам с ценными бумагами, платежи по которым сейчас в основном производятся спустя некоторое время после совершения сделок, т. е. по принципу предположения. В будущем внедрение системы *RTGS* также повысит роль национальной платежной системы в обеспечении эффективного функционирования финансового рынка и приведет к ее интеграции с международными платежными системами.

С нашей точки зрения введение *RTGS* должно осуществляться не вместе, а вместо нынешней системы порейсовой



та (так называемый БИК). Такой номер не будет совпадать с международной системой идентификаторов *IBAN*, поскольку локальные номера присваиваются Центральным Банком, и такая база данных не пересекается с международной. Локальные банки, предоставляющие услуги рублевых расчетов для банков-нерезидентов через их ЛОРО-счета, могут оказать содействие своим клиентам в поиске номера БИК банка определенного контрагента, однако несомненно, что в отсутствие централизованной базы данных, этот процесс является полностью ручным, поэтому для усовершенствования процесса расчетов требуется глобальная интеграция локальных и международных платежных систем.

Помимо обязательности полей, существуют и другие требования, которые являются еще более критичными. Платежное поручение на осуществление перевода в рублях должно быть заполнено на русском языке и представлено в банк в оригинале. Единственной формальной альтернативой, предусмотренной законодательством, является использование системы «банк—клиент» или СВИФТ, где все детали платежа, указанные в полях, обязательных для заполнения должны быть транслитерированы в определенный формат — так называемый *RUR 6*. Этот формат предусматривает некоторые обязательные критерии, соблюдение которых обеспечит возможность считать такое сообщение заполненным должным образом, а также позволит автоматическую загрузку такого СВИФТ—сообщения в систему локального банка. Очевидно, что каждый банк-нерезидент имеет некие особенности своей системы, поэтому для того, чтобы иметь возможность работать со СВИФТ—сообщениями в формате *RUR 6*, такой банк должен перенастроить свою систему определенным образом. Не всегда это является приемлемым. Появляются также и вопросы, связанные с процедурами в отношении рисков и compliance такого банка-нерезидента. Наши клиенты неоднократно говорили, что их процедуры не позволят отсылать СВИФТовые сообщения в Россию с текстом не на английском языке (что опять же является международной практикой), а латинскими буквами с непонятным смыслом.

По нашему мнению, это вполне естественно. Таким образом, разрешенный способ подачи СВИФТовых сообщений с транслитерацией с кириллицы на латиницу не подходит для большей части клиентов.

Для того чтобы облегчить жизнь своим клиентам-нерезидентам и обеспечить им

доступ на рынок рублевых расчетов, некоторые локальные банки предлагают перевод СВИФТовых сообщений с английского языка на русский. Это является дополнительной услугой со стороны такого локального банка и должно быть предусмотрено отдельными договорными отношениями, процедурами, а также должной степенью автоматизации. Это также накладывает и дополнительную ответственность на локальный банк, который берет на себя определенные риски при переводе. Чаще всего это связано с тем, что

тиками. Видимо, пока это не является для регуляторов приоритетом.

С нашей точки зрения, необходимо однозначное понимание со стороны ЦБ РФ, что, пока не будет принято решение о законодательном разрешении осуществления расчетов в рублях на тех же принципах, по которым ведутся расчеты в других валютах на развитых рынках (а именно, путем направления стандартных СВИФТовых сообщений на английском языке в соответствии с едиными стандартами СВИФТа), этот рынок будет по-прежнему

Разрешенный способ подачи СВИФТовых сообщений с транслитерацией с кириллицы на латиницу не подходит для большей части клиентов.

банк не может допускать какое-либо трактование названия получателя платежа, и функции банка в отношении формальности перевода и освобождения его от ответственности в случае сомнительных ситуаций должны быть предусмотрены договором. Это прежде всего относится к получателю платежа. Приведу пример: клиент указал в качестве получателя платежа компанию *Sunflower*. Должен ли банк осуществлять смысловой перевод и указывать как получателя компанию «Подсолнух» или нет? Что, если в России есть компании с обоими названиями и платеж уйдет не по назначению? О запрете на изменение сведений, содержащихся в платежном поручении, говорится в письме ЦБ РФ со ссылкой на заявление Вольфсбергской группы и Ассоциации клиринговых палат.

Таким образом, подводя итог вышесказанному, независимо от того, о каком способе взаимодействия/подачи поручений банк-нерезидент договорится с локальным банком, стандартные сообщения MT 103 и 202, с которыми банки-нерезиденты привыкли работать на своих рынках, претерпевают значительные изменения.

Мы много раз обсуждали этот вопрос с регуляторами и участниками рынка, в частности, с РОССВИФТом, инициативы которого в этом направлении мы полностью поддерживаем. К сожалению, несмотря на серьезность этой проблемы, мы не получили четкого ответа, планируется ли (и когда) обратить внимание на этот вопрос и привести обмен СВИФТовыми сообщениями по рублевым платежам в соответствие с международными прак-

тиками. Видимо, пока это не является для регуляторов приоритетом.

НАИБОЛЕЕ КРИТИЧНЫЕ МОМЕНТЫ. УПРАВЛЕНИЕ ЛИКВИДНОСТЬЮ

Поговорим немного и о других аспектах, связанных с *cash management* и напрямую влияющих на операции с ценными бумагами.

В настоящий момент клиринговая система не делает различий между срочными и несрочными, а также между крупными и маленькими платежами, поэтому все платежи обрабатываются на единой основе в рамках уже упомянутых ранее расчетных рейсов. Более того, когда банки выгружают платежные поручения в платежную систему, они не знают, будут ли обработаны все платежи, поскольку это зависит от того, является ли баланс на корсчете банка в ЦБ РФ достаточным. Поэтому, если банк полагается на приход средств определенным рейсом, но они не поступают, это означает, что и исходящие платежи не могут быть осуществлены. Необходимо отдельно упомянуть о том, что результаты каждого рейса поступают только спустя час после его окончания.

Управление ликвидностью является еще одним сложным вопросом в современной расчетной системе, поскольку основные средства поступают поздно вечером, тогда, когда их эффективное и целенаправленное использование уже становится невозможным. Например, большая часть коммерческих и межбанковских платежей обрабатывается четвертым рейсом. Однако после 8 ч. вечера, когда дос-



тупны результаты четвертого рейса, слишком поздно предпринимать какие-то меры по управлению ликвидностью, поскольку межбанковский рынок в России закрывается в 5–6 часов вечера по московскому времени. Таким образом, наибольшая ликвидность концентрируется в двух последних рейсах клиринговой системы, даже ближе к полуночи, в отличие от расчетно-клиринговых инфраструктур других стран, где существует система валовых расчетов в режиме реального времени.

Такое положение вещей создает чрезвычайно трудные условия для управления ликвидностью локальными банками, которые хотя и соответствовать ожиданиям своих клиентов — иностранных банков и предоставлять им услуги по внутридневным расчетам в режиме реального времени.

В ситуации, когда клиент-нерезидент осуществляет долларовый платеж из-за рубежа, для того чтобы осуществить конвертацию в рубли и дальнейший перевод либо для покупки ценных бумаг в результате корпоративного действия, либо для участия в торгах, наличие средств на его долларовом счете в уполномоченном банке, как правило, можно будет подтвердить только на следующий день. Это означает, что при желании осуществить рублевый платеж на день T , а особенно принять участие в первой торговой сессии на бирже, перевод долларов должен быть осуществлен как минимум на $T - 2$.

Если у клиента при отсутствии реального баланса на счете есть желание осуществить рублевый платеж определенным рейсом, могут возникнуть сложности даже при наличии овердрафтного договора с таким клиентом и платежа в рамках лимита, установленного таким договором.

Дело в том, что большинство рублевых расчетов осуществляется поздними рейсами, соответственно, средства, полученные четвертым и пятым рейсом, не могут быть использованы локальным банком с той же датой валютирования и чаще всего попадают на беспроцентный корсчет в ЦБ РФ, не размещаясь на кредит овернайт.

Другой причиной является то, что в существующей расчетной системе, для обеспечения возможности проведения расчетов, локальные банки могут занять средства у Центробанка. ЦБ РФ предоставляет банкам кредиты овернайт, обеспечением которых являются государственные ценные бумаги, а данное обстоятельство не всегда устраивает участников валютного рынка. Кроме этого, ставка по такому кредиту — это всем известная ставка рефинансирования, которая в настоящее время составляет 10% годовых. Однако, несмотря на то, что величина ставки рефинансирования постоянно уменьшается,

такая цена привлечения денежных средств все еще слишком высока для банков, так как она в значительной степени превосходит среднюю ставку по кредитам овернайт на межбанковском рынке.

Еще одним важным моментом является то, что по рублевым расчетам не применяется дата валютирования задним числом (*back value*), поэтому непоставка средств в соответствии с договоренностью может привести к высоким штрафным санкциям. Для межбанковских сделок штраф за непоставку рублевых средств обычно составляет двойную ставку рефинансирования. Понятно, что этот вопрос вызывает серьезную озабоченность у банков, поскольку, если происходит непоставка денежных средств на согласованную дату, платеж будет осуществлен только с датой валютирования следующего дня без возможности применить *back value*. Неисполнение платежей в связи с отсутствием ликвидности на корсчете локального банка строго контролируется ЦБ РФ, равно как и приводит к значительным штрафным санкциям за многократные нарушения.

У локальных банков есть определенные решения этих вопросов, однако любые подобные решения не являются стандартными, унифицированными и во многом зависят от процедур такого банка, величины его уставного капитала, наличия «подушки» свободных денежных средств на корсчете в ЦБ РФ, значительности клиентской базы и многих других факторов. Таким образом, иностранному банку, планирующему осуществлять расчеты в рублях в России, необходимо это также принимать во внимание.

ПОСТАВКА ПРОТИВ ПЛАТЕЖА

Мы остановились лишь на некоторых особенностях *cash management* в России, являющихся, с нашей точки зрения, самыми важными для иностранного инвестора. Целью выступления не является освещение всех возможных аспектов этого продукта, тем более что, например, такие продукты, как *cash pooling* и *sweeping facilities*, в России практически не развиты и доступны клиентам лишь в теории.

Итак, предположим, что все вышеобозначенные вопросы решены и иностранный инвестор может с легкостью рассчитывать в рублях. Где же будут востребованы такие расчеты и есть ли, собственно, та ППП, о которой мы уже несколько раз упоминали, на российском рынке?

С нашей точки зрения, однозначного ответа на этот вопрос нет. О чем можно сказать совершенно определенно, — это то, что в России нет единой, законодательно закрепленной и обязательной

ППП. Я не буду в рамках данного доклада подробно останавливаться на этом вопросе, поскольку ему было целиком посвящено одно из моих предыдущих выступлений. Я с удовольствием вышлю копию презентации на эту тему всем, кому это будет интересно.

Как резюме того вывода, который можно сделать в результате короткого экскурса в существующие на рынке методы расчетов по принципу «поставка против платежа», можно уверенно сказать следующее. Хотя некоторые схемы *DVP* и предлагаются расчетными депозитариями, они не являются стандартными, являются весьма фрагментированными, не покрывают все сегменты рынка, обладают определенными недостатками, что приводит к маленькому количеству участников и доле таких расчетов, а также в общем и целом не снижает рисков, связанных с расчетами по ценным бумагам. Более того, как мы можем видеть, не существует единой схемы эффективных расчетов по принципу ППП в рублях.

РУБЛЕВЫЕ ПЛАТЕЖИ ПРИ КОРПОРАТИВНЫХ ДЕЙСТВИЯХ

Помимо биржевых и внебиржевых расчетов по ценным бумагам, следует коснуться и еще одной области в отношении рублевых платежей, и это относится к участию в корпоративных действиях.

Здесь «тонкие» моменты в наибольшей степени проявляются при осуществлении преимущественного права приобретения иностранными инвесторами дополнительных акций. Многочисленные чисто технические детали, связанные, например, со сроками оплаты акций или с конвертацией денежных средств, — все это по сей день вызывает вопросы у инвесторов-нерезидентов.

Впрочем, с уверенностью могу сказать, что эти нюансы хорошо известны участникам рынка из практики, поэтому не буду подробно на них останавливаться.

Подводя итог, можно отметить следующее. Развитие системы клиринга и расчетов на российском рынке является необходимым и критическим условием для дальнейшего развития и успешного функционирования рынка, не менее важным, чем развитие инфраструктуры ценных бумаг. Приятно сознавать, что регуляторы предпринимают некоторые практические шаги в этих направлениях. Хочется верить, что однажды, а может и весьма скоро, мы действительно сможем сказать, что российский рынок имеет ту инфраструктуру, которую заслуживает его богатый потенциал. ■



Василий Невядомский
старший менеджер, «Делойт», СНГ

ОПЕРАЦИОННЫЙ АУДИТ В СЕРВИСНЫХ ОРГАНИЗАЦИЯХ

Растущая популярность операционного аудита заставляет задуматься о причинах этого феномена. В данной статье будут освещены некоторые теоретические аспекты операционного аудита, его значимость для компаний разного уровня и перспективы дальнейшего развития. Будут отмечены особенности такого аудита для сервисных организаций по результатам проверки в компании «Национальный депозитарный центр».

В нашей стране в последнее время все большее внимание уделяется аудиту как неотъемлемому элементу успешного управления компанией. Крупные международные организации признают важность аудиторских процедур для стабильного долгосрочного развития бизнеса; малые и средние предприятия также начинают осознавать их значимость.

Знаменательно, что западная практика значительно шире трактует аудит, нежели к этому привыкли на российском рынке. Речь идет не только о финансовом аудите как о проверке и подтверждении финансовой отчетности организаций, но и об аудите различных аспектов операционной деятельности. Такого рода проверки не ограничиваются бухгалтерским учетом, они могут включать оценку организационной структуры, компьютерных операций, методов производства, маркетинга и любой другой области, в

которой аудитор имеет необходимую квалификацию.

Аренс и Лоббек в книге «Аудит» дают следующее определение операционного аудита: это «*проверка методов функционирования хозяйственной системы в целях оценки производительности и эффективности*». Данная проверка может проводиться в отношении любой характеристики процедур и методов функционирования хозяйственной системы. В частности, в рамках операционного аудита могут быть проведены:

- проверка обработки транзакций (полнота и правильность обработки);

- аудит в области управления изменениями (авторизация и тестирование изменений);

- аудит информационных систем (анализ систем на наличие контролей);

- аудит налоговых расчетов (оптимизация налоговых расчетов);

- аудит изменения тарифов (проверка экономической обоснованности изменений).

Возможность проведения операционного аудита лишь в некоторых интересующих заказчика областях повышает интерес к данным услугам. Средняя продолжительность такого аудита состав-

Западная практика значительно шире трактует аудит, нежели к этому привыкли на российском рынке.



вляет 2–4 нед., и, как следствие, подобные проекты могут уложиться в бюджеты предприятий совершенно разного уровня.

Особую важность операционный аудит имеет для финансовых организаций. Ввиду специфики их деятельности проверка независимым аудитором может оказаться значительным фактором, способным вызвать доверие к аудируемой организации, и позволит сделать выводы о ее надежности.

Операционный аудит может быть проведен как по индивидуальным требованиям заказчика, по внутрикорпоративным

циальными. Подобный отчет позволяет получить представление о наличии контрольной среды в компании и о том, насколько адекватно компания оценивает и управляет рисками, а также соответствуют ли ее действия лучшим мировым практикам.

Безусловно, существует методика ведения подобных проектов:

1. Любой операционный аудит начинается с фазы планирования, когда создается управляющий комитет, определяются сроки и ответственные специалисты, создается подробный план работы.

существующих контрольных процедур. Делаются выводы о том, насколько существующие контроли покрывают идентифицированные риски, в противном случае формулируются дополнительные необходимые контрольные процедуры. Проводится анализ того, насколько эффективно функционируют внедренные контроли, — аудиторы просматривают документацию, оценивают работу информационных систем и т. д.

6. По результатам такой проверки формируется отчет с рекомендациями, который предоставляется руководству компании для последующего устранения недостатков. Далее разрабатывается план внедрения рекомендаций, также согласованный с руководством.

Если перейти к вопросу о том, кто же проводит операционный аудит, то, несомненно, в первую очередь это компании «большой четверки», имеющие большой опыт в проектах по оценке контрольной среды в соответствии с международными стандартами и требованиями законодательства (как, например, закон Сарбейнса—Оксли).

Конечно, такого рода проверки могут проводиться как внутренними аудиторами, так и внешними аудиторскими фирмами. Однако привлечение аудиторской фирмы имеет свои неоспоримые преимущества: независимость и, соответственно, объективность, глубокие технические знания как в различных областях ИТ, так и методологии в области контролей. В таких проектах специалисты аудиторских компаний дополнительно выступают в роли консультантов, дающих рекомендации не только по совершенствованию систем внутреннего контроля, но и в области управления рисками в целом.

В последнее время все больше российских компаний утверждают в мысли о необходимости уделять внимание, а также выделять средства на грамотное управление бизнес-рисками. Однако рынок все еще находится на стадии становления, российским компаниям присущи некоторые типичные недостатки. Среди них, например, пренебрежение формализацией процессов, недостаточное разделение обязанностей, пренебрежение методологией в области информационных технологий. В практике компании «Делойт» не раз встречались случаи, когда сотрудники бухгалтерии заказчика имели возможность как сформировать, так и авторизовать платеж; нередко те же люди могли скорректировать дебиторскую задолженность.

Российские компании довольно часто являются приверженцами информаци-

Проверка независимым аудитором может оказаться значительным фактором, способным вызвать доверие к аудируемой организации, и позволит сделать выводы о ее надежности.

стандартам, так и в соответствии с международными стандартами и лучшими практиками.

Одним из распространенных стандартов в области аудита сегодня является SAS 70 (*Statement on Auditing Standards* № 70), который является руководством для независимых аудиторов при проведении проверок в сервисных организациях (занимающихся клирингом, процессингом, предоставлением ИТ-услуг и т. д.). Стандарты аудита SAS 70 были разработаны в 1992 г. Американским институтом сертифицированных бухгалтеров и широко используются сервисными организациями и их партнерами и инвесторами.

Широкая распространенность стандарта SAS 70 объясняется тем, что он позволяет оценить уровень анализа рисков и степени внедрения соответствующих контрольных процедур, в том числе в области информационных технологий. В эпоху глобализации, когда процедуры аутсорсинга становятся все более и более распространенными, сервисные организации должны иметь адекватные контрольные процедуры, обеспечивающие безопасность данных и надежность услуг.

По результатам аудита в соответствии со стандартом SAS 70 независимый аудитор выпускает отчет, предназначенный не только для внутреннего пользования компанией-клиентом, но и для использования ее партнерами — в том числе потен-

2. Затем по результатам проведения «круглых столов» вместе с консультантами либо на основании анкетирования происходит идентификация рисков. Идентификация рисков должна привлекать как можно больше участников: менеджеров проекта, заказчиков, пользователей, независимых специалистов. На данном этапе консультанты на основании собственного опыта и проведенных с заказчиком встреч уже могут сделать первые выводы о наличии тех или иных контрольных процедур.

3. Впоследствии идентифицированные риски ранжируются по определенной шкале, которая формируется на основе индивидуальных требований компании и текущей конъюнктуры. Возможна как качественная, так и количественная оценка рисков. Качественный анализ рисков определяет степень важности риска и помогает выбрать способ реагирования на него. Количественная оценка определяет вероятность возникновения рисков и влияние последствий рисков на проект, что помогает группе управления проектами верно принимать решения и избегать неопределенностей.

4. Следующая фаза операционного аудита подразумевает выявление существующих контрольных процедур, их описание, определение владельцев бизнес-процессов.

5. Далее идет подготовка к тестированию и непосредственно тестирование дизайна и операционной эффективности



онных систем собственной разработки. Однако, разрабатывая необходимый функционал систем, компании нередко забывают о внедрении контролей — как на этапе разработки и внедрения, так и при дальнейшей эксплуатации приложений. Отсутствие формализации процессов предоставления доступа, разграничения прав, по опыту «Делойта», часто оказывается очевидным недостатком этих систем. Также встречаются случаи, когда рядовые сотрудники отделов информационных технологий и бухгалтерии имеют полные права в системе бухгалтерского учета, что недопустимо в условиях корректного функционирования приложений и безопасности данных. Такие случаи, безусловно, доводятся до

сведения руководства, и в дальнейшем эти недостатки устраняются.

В начале текущего года в компании «Национальный депозитарный центр» специалистами «Делойта» был проведен операционный аудит нескольких операционных процессов — учет ценных бумаг, обработка транзакций, управление изменениями, обеспечение непрерывности деятельности. Аудиторы проанализировали способ построения (дизайн) контрольных процедур с точки зрения выполнения задач контроля. Были подготовлены и согласованы рекомендации по совершенствованию дизайна существующих контрольных процедур, а также по внедрению дополнительных контрольных процедур, что позволило оптимизировать опреде-

ленные процедуры и минимизировать некоторые риски.

В России спрос на операционный аудит постепенно растет, и это связано не только с общим ростом экономики страны. Намерение России войти во Всемирную торговую организацию, безусловно, ставит высокие требования перед российскими предприятиями — возможный приход на рынок международных конкурентов из различных областей заставляет отечественные компании стремиться к международным стандартам. А наилучшим подтверждением соответствия мировым практикам является именно независимый аудит. ■

НОВОСТИ НДС

ЗАО «Делойт и Туш СНГ» провело операционный аудит НДС

ЗАО «Делойт и Туш СНГ» завершило независимый операционный аудит Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр», целью которого являлось предоставление менеджменту НДС рекомендаций для реализации мер, направленных на дальнейшее снижение операционного риска расчетного депозитария. Предметом изучения являлась оценка текущего состояния выбранных НДС операционных контрольных процедур, а также выработка рекомендаций по повышению их эффективности.

Директор НДС Николай Егоров напомнил, что «проведение расширенного аудита операционной деятельности НДС силами всемирно признанной аудиторской компании было рекомендовано консультантами международного рейтингового агентства Thomas Murray. В соответствии с контрактом аудиторы оценивали основные риски и контуры их контроля. С одной стороны, проведенная проверка — это дополнительное подтверждение эффективности операционных процессов для органов управления НДС, наших клиентов и партнеров, с другой — такие исследования способствуют достижению более оптимального, каче-

ственного, технологичного уровня операционных процессов, а также улучшению практики корпоративного управления в части прозрачности и надзора за процессом внутреннего контроля. Мы не получили существенных замечаний и положительно оцениваем его итоги».

Старший менеджер ЗАО «Делойт и Туш СНГ», Василий Невядомский, прокомментировал, что «в ходе проекта мы оценили, отвечают ли выбранные для аудита контрольные процедуры в отношении информационной системы НДС и бизнес-процессов во всех существенных аспектах задачам внутреннего контроля, рассмотренным в ходе аудита. По результатам проекта были переданы рекомендации по совершенствованию существующих контрольных процедур. Российские компании все чаще обращаются к независимым аудиторам для проведения как операционного аудита в соответствии с внутрикорпоративными стандартами, так и аудита в соответствии со стандартом SAS-70. Мы рады, что руководство НДС понимает важность оптимизации уровня внутреннего контроля в операционных процессах и уделяет этой функции должное внимание».

СПРАВКА

«Делойт и Туш СНГ» — одна из ведущих аудиторских и консалтинговых фирм, предоставляющая услуги в области аудита, налогообложения, консалтинга и корпоративных финансов и использующая профессиональный опыт более 3 тыс. сотрудников в 13 офисах в 9 странах СНГ.

«Делойт и Туш СНГ» является частью международной сети «Делойт Туш Томацу», которая представляет собой объединение фирм по всему миру, приверженных идеям достижения совершенства в предоставлении профессиональных услуг и занимающихся обслуживанием клиентов, используя единую международную стратегию, реали-

зующую с учетом местных условий в почти 140 странах мира.

Около 150 тыс. человек в разных странах мира составляют наш внушительный интеллектуальный капитал и обеспечивают предоставление услуг в четырех областях: аудит, налогообложение, управленческое консультирование, и финансовое консультирование, обслуживая более 80 % крупнейших компаний мира, а также крупные национальные предприятия, государственные органы, компании, играющие важную роль на рынках отдельных стран, и быстро растущие международные компании.



КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ — ПАНАЦЕЯ ОТ НЕСОВМЕСТИМОСТИ

Эдди Астанин
заместитель директора НДЦ

Александр Иконников
партнер Board Solutions,
Председатель Наблюдательного
совета Ассоциации независимых
директоров

Ольга Ринк
директор по связям с обществен-
ностью НДЦ

Пропагандируя соблюдение высоких стандартов корпоративного управления¹ среди эмитентов акций, биржи, их расчетные депозитарии и клиринговые организации обнаружили, что стоит начать с себя. «Кодекс корпоративного поведения для клиринговых и расчетных организаций» на фондовом рынке (CODE OF CONDUCT FOR CLEARING AND SETTLEMENT), согласованный рядом европейских ассоциаций в ноябре 2006 г., стал именно тем инструментом, который призван объединить и унифицировать весьма технологичную сферу — инфраструктуру финансового рынка Европейского союза. Этот инновационный для инфраструктуры опыт успешно внедряется и в российских финансовых структурах.

О корпоративном управлении написано достаточно много. Если кратко, то суть состоит в том, что для эмитентов, акции и облигации которых являются ликвидными или привлекательными для инвесторов и прошли листинг на российских или зарубежных биржах, требования по информационной прозрачности, наличию независимых директоров и комитетов при Совете директоров, где формируются «рыночные» мнения, являются обязательными. Это дает дополнительные гарантии предоставления равных прав для всех групп владельцев и защиты прав миноритарных акционеров.

Биржи, расчетные депозитарии, клиринговые организации и другие институты, которые обеспечивают функциони-

вание рыночных механизмов в экономике и финансовой сфере, являются по определению организациями национального масштаба. Они регулируются локальным законодательством, призваны соответствовать интересам конкретного государства. То есть в эпоху тотальной глобализации, когда рынки капитала становятся интернациональными, инфраструктурные компании глобализации подвергаются плохо, или, как минимум специфически. Например, Центральный депозитарий² России стать центральным депозитарием Великобритании (или наоборот) вряд ли сможет.

Кроме того, акции самих российских инфраструктурных компаний, в отличие от многих зарубежных аналогов, на органи-

зационных рынках пока не торгуются. Поэтому под требования листинга — главного фактора, влияющего на развитие корпоративного управления, они пока не попадают.

Но при этом инвестиционное сообщество с устоявшимся менталитетом и ориентиром на *good governance practice*³ является основным потребителем услуг инфраструктуры фондового рынка. Это раз. И обеспечить совместимость рынков разных стран они должны: к примеру, чтобы дать возможность иностранному фонду купить акции при IPO российского предприятия или нашему инвестору — приобрести бумаги зарубежного эмитента. Это два. Кроме того, у рыночных институтов есть свои владельцы, которые хотят равных прав,

¹ Corporate governance concerns «the structure of rights and responsibilities among the parties with a stake in the firm». Aoki, 2001.

² Депозитарии — это организации, в которых хранятся ценные бумаги, аналогично тому, как в банках хранятся денежные средства. Соответственно, Центральный депозитарий — ключевая учетная структура рынка ценных бумаг страны.

³ Хорошая практика корпоративного управления.



прозрачности, «рыночности» — словом, всего того, что подразумевает практика корпоративного управления. И что является весьма актуальным в период внутренней консолидации. Это три.

КОНСОЛИДАЦИЯ И ВНУТРЕННЯЯ КОНКУРЕНЦИЯ

Кто является основными бенефициарами финансовой системы и инфраструктурных организаций и каковы их цели?

Эмитенты, которые привлекают денежные средства через размещения акций, долговых инструментов.

Посредники (банки и инвестиционные компании) и регистраторы, бизнес которых связан с услугами на фондовом рынке.

Частные и институциональные инвесторы, которые хотят *return on capital employed* — возврата на вложенный капитал.

Государственные структуры/регуляторы, призванные контролировать и стабилизировать экономическую ситуацию в стране, которые в том числе и сами являются крупными эмитентами.

И какими бы разными ни были интересы пользователей, все стороны думают об участии в работе органов управления и принятии решений, о стратегии развития и тарифах, и, наконец, немаловажно, кто получит доход от работы практически монопольных структур, обеспечивающих функционирование рынков.

Одновременно при обсуждении интеграции и консолидации инфраструктурных организаций возникает много вопросов о приемлемых для акционеров и пользователей (участников рынка) моделях управления.

В России, например, сейчас существуют две основные вертикально интегрированные группы — ММВБ и РТС, в каждую из которых входят фондовая биржа, расчетный депозитарий, клиринговый центр, расчетная палата (НКО) и некоторые другие сервисные организации. Несмотря на присутствие внутренней конкуренции в отдельных сегментах рынка ценных бумаг, работает естественный закон: «ликвидность притягивает ликвидность». Объемы по российским ценным бумагам все более концентрируются в Группе ММВБ, ставшей крупнейшей биржей Центральной и Восточной Европы. Доля ФБ ММВБ составила около 70 % от всего оборота торгов акциями, *ADR* и *GDR* российских эмитентов. НДС с долей на рынке 56 %⁴ является крупнейшим российским расчетным депозитарием по объему хранимых активов.

Еще один важный вопрос в контексте управления — модель управления. Среди возможных подходов — дилеммы между *user-owned* (принадлежащая пользователям) и *user-governed* (в управлении которой активное участие принимают пользователи), *control-based* (целью которой является влияние контрольного акционера) и *market-based* (ориентированная на потребности рынка).

Есть также различные подходы к регулированию деятельности центральных депозитариев, которые позволяют учиты-

тах уделяется интересам пользователей. Системы обслуживания ценных бумаг несут ответственность, и **прежде всего перед своими пользователями** и другими лицами, чьи интересы затрагивает деятельность систем. Они должны обеспечить эффективную и недорогую обработку транзакций. Цены за предоставляемые услуги должны устанавливаться на справедливой основе.

Механизмы управления должны быть: четко сформулированы, последовательны, понятны и полностью прозрачны. Цент-

В случае использования модели «user-owned/user-governed» необходим механизм, который будет приводить в соответствие доли собственности с интенсивностью использования системы.

вать интересы регулятора фондового рынка, Центрального банка (банковского регулятора) и Министерства финансов. (см. таблицу). Кроме того, ряд крупнейших центральных депозитариев мира по-прежнему работают в форме некоммерческих организаций.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕПОЗИТАРИЕВ В ОБЛАСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Регуляторы и участники рынка уделяют особое внимание вопросам качества корпоративного управления в инфраструктурных организациях фондового рынка. В их рекомендациях не приводятся конкретные модели, которых должны придерживаться центральные депозитарии (так, не дается предпочтение «*user-owned/ user-governed*» модели по сравнению с коммерческой организацией). Однако отмечается, что в случае использования модели «*user-owned/user-governed*» необходим механизм, который будет приводить в соответствие доли собственности с интенсивностью использования системы.

Многие требования к системе корпоративного управления являются общими для любых депозитариев вне зависимости от того, какой модели управления он придерживается, в частности, какая у него структура и форма собственности. Особое внимание в международных стандар-

ральным органом корпоративного управления признается Совет директоров. Должно быть обеспечено назначение в состав Совета директоров людей, имеющих достаточный и соответствующий опыт. Члены Совета директоров провайдеров услуг клиринга и расчетов по ценным бумагам должны индивидуально и коллективно обладать необходимыми качествами, выражающимися в опыте и профессиональных знаниях, чтобы справляться с повышенной ответственностью по надзору за управлением рисками, стратегическим и оперативным управлением. Совет директоров должен принимать во внимание интересы всех заинтересованных сторон, при этом каждый директор несет фидуциарную ответственность.

Советы, подобно другим коллективным органам управления, для исполнения своих целей должны действовать как единый орган. Но при этом они состоят из отдельных личностей, каждая из которых привносит свою уникальную точку зрения, опыт и различный набор профессиональных качеств. Кроме того, от того, как отдельные члены взаимодействуют друг с другом, эффективность работы может оказаться как продуктивной, так и разрушительной для функционирования депозитария.

Должны иметься один или более независимых комитетов, таких как Комитет по аудиту, которые будут состоять из большинства независимых директоров. В каждой стране имеются свои критерии неза-

⁴ По данным ПАРТАД за III кв. 2006 г.



висимости директора. В российской практике они приведены в Кодексе корпоративного поведения и Правилах листинга бирж. Вместе с тем существуют общие требования. В частности, независимость директоров оценивается по их отношению к контролирующим акционерам и менеджменту. Учитывая особую значимость эффективного функционирования центральных систем расчетов по ценным бумагам и центральных контрагентов, должно быть обеспечено также достаточное количество директоров, независимых и от пользователей, и от миноритарных акционеров.

В международной инфраструктуре уже сложилась определенная практика формирования Советов. Например, Совет директоров *Euroclear plc* и *Euroclear SA/NV* состоит из 26 членов неисполнительных директоров, из которых 3 являются независимыми директорами.

Менеджмент должен обладать стимулами и навыками, необходимыми для достижения целей, и быть полностью подотчетным Совету директоров за результаты деятельности.

Огромное внимание в международных стандартах уделяется прозрачности.

Центральные депозитарии должны обеспечивать участников рынка достаточным количеством информации, чтобы они могли определить и точно оценить риски и расходы, связанные с услугами клиринга и расчетов по ценным бумагам.

Центральные депозитарии, помимо рекомендаций международных организаций и лучшей практики, руководствуются стандартами корпоративного управления, которые были выработаны в той или иной стране. В американской практике ключевым документом, регулирующим деятельность компании в области корпоративного управления, является закон Сарбейнса—Оксли. Он обязывает публичные компании иметь комитет по аудиту, комитет по вознаграждениям и комитет по корпоративному управлению, а также независимую от менеджмента службу внутреннего аудита и большинство независимых директоров в Совете. В Великобритании базовым документом является «Объединенный кодекс», который носит рекомендательный характер. В российских компаниях используется Кодекс корпоративного поведения ФCFP России, который можно отнести к наиболее детально прописанным образцам рыночной практики.

Так или иначе, инфраструктура следует интересам пользователей рынка и одновременно является проводником интересов государства. Поэтому идеальная модель управления инфраструктурой должна учитывать обе эти необходимости.

ИНТЕГРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ И КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Несмотря на то что российский рынок пока уступает Бразилии, Китаю и Индии по количеству инвесторов (на начало мая 2007 г. в России их было 330–500 тыс., по оценкам ФБ ММВБ и НАУФОР, в сравнении с миллионами инвесторов в каждой из прочих стран *BRIC*), согласно статистическим опросам ВЦИОМ, уже около 10 млн россиян готовы инвестировать в ценные бумаги⁵.

Необходимость концентрации ликвидности для удобства эмитентов и инвесторов вынуждает пользователей делать выбор. Между площадками внутри, между внутренним рынком и внешним. В 2006–2007 гг. успешные *IPO* Роснефти, Сбер-

⁵ Сальвадор Д. Народное IPO Роснефти, социологический мониторинг массового размещения акций. ВЦИОМ, 2006.

CSD REGULATION MODELS. SOURCE: THOMAS MURRAY, 2007

	CBLC	CDSL	Clearstream Banking AG	CRESTCo	DTC	Euroclear Bank	Euroclear Belgium	Euroclear France	Euroclear Nederland	Iberclear
	Brazil	India	Germany	United Kingdom	USA	Belgium	Belgium	France	The Netherlands	Spain
Is the depository regulated?	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
If yes, by whom?										
Government Department:	—	—	—	—	—	—	—	—	Yes	—
Central Bank	Yes	—	—	—	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Banking Regulator	—	—	Yes	—	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Securities/ Financial Services Regulator	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	—	Yes	Yes	Yes	Yes
Regulator	CBLC (SRO), Brazilian Securities and Exchange Commission (CMV) and the BACEN	Securities and Exchange Board India (SEBI)	Federal Financial Supervisory Authority (BaFIN)	Financial Services Authority	SEC, FED and the NY State Banking Department	National Bank of Belgium, CBFA (Banking Finance and Insurance Commission)	National Bank of Belgium and by the CBFA (Banking Finance and Insurance Commission)	AMF(Autorite des Marches Financiers) and CBFA (Commission Bancaire, Financiere et des Assurance belge)	Ministry of Finance, Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM), the Dutch Central Bank	Comison Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.), Bank of Spain
Is the CSD a not- for profit organi- sation?	No	No	No	No	Yes	No	Yes	No	No	Yes

банка, ВТБ и других эмитентов мирового уровня окончательно развеяли миф о недостатке денег/ликвидности в России. Пришло время поднимать привлекательность размещений в России, а значит и конкурентоспособность инфраструктуры в части технологий и нормативной базы, корпоративного управления. Присутствие альтернативы за рубежом стимулирует отечественных игроков не только наращивать сервис для клиентов, но и консолидировать усилия, повышать прозрачность ради привлекательности. А объединение — это всегда вопрос системы управления и баланса интересов.

СЕРВИСЫ И ТАРИФЫ

Поэтому по мере возрастания глобальной конкуренции учетная инфраструктура разных рынков все больше наращивает функционал, унифицирует услуги, гармонизирует рыночную практику и нормативную базу и поэтому является одним из факторов конкурентоспособности рынка страны в целом.

Интеграционные процессы на европейском пространстве привели к пониманию необходимости повысить информа-

В российских компаниях используется Кодекс корпоративного поведения ФСФР России, который можно отнести к наиболее детально прописанным образцам рыночной практики.

ционную прозрачность расчетных депозитарных структур с целью корректного согласования трансграничных услуг, их структуры тарифов и, соответственно, бизнес-планирования и перевыставления расходов за операции.

И Кодекс корпоративного поведения для клиринговых и расчетных организаций (*Code of Conduct for Clearing and Settlement*⁶), согласованный Европейской ассоциацией центральных депозитариев (*The European Central Securities Depositories Association, ECSDA*), Федерацией европейских фондовых бирж (*The Federation of European Securities Exchanges, FESE*) и Европейской ассоциацией центральных клиринговых органи-

заций (*The European Association of Central Counterparty Clearing Houses, EACH*) в ноябре 2006 г., стал именно тем инструментом, который призван объединить и унифицировать весьма технологичную сферу — инфраструктуру финансового рынка Европейского союза. Рекомендации Кодекса корпоративного поведения для клиринговых и расчетных организаций накладывают дополнительные обязательства на центральные депозитарии и другие инфраструктурные организации по информационной прозрачности, а также взаимодействию с «коллегами по цеху», в том числе и из других стран.

Интересно, что по признанию разработчиков проекта, Кодекс корпоративного

⁶ https://www.ecsda.com/portal/code_of_conduct_for_c_s/

JASDEC	Monte Titoli	NSDL	OeKB/CCPA	RBI	SD&C Shanghai Branch	SD&C Shenzhen Branch	SIS	STRATE	VPC	VPS
Japan	Italy	India	Austria	India	China	China	Switzerland	South Africa	Sweden	Norway
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
If yes, by whom?										
Yes	Yes	—	—	—	—	—	—	—	—	Yes
—	Yes	—	—	Yes	—	—	Yes	—	—	—
—	—	—	Yes	—	—	—	Yes	—	—	—
Yes	Yes	Yes	Yes	—	Yes	Yes	—	Yes	Yes	Yes
Financial Services Agency, Ministry of Finance, Ministry of Justice	CONSOB, Banca d'Italia, Italian Treasury	Securities and Exchange Board of India (SEBI)	Financial Market Authority	RBI (SRO)	CSDCC (SRO), China Securities Regulatory Commission (CSRC)	CSDCC (SRO), China Securities Regulatory Commission (CSRC)	Swiss Federal Banking Commission, Swiss National Bank	STRATE (SRO), Financial Services Board (FSB)	VPC (SRO), The Swedish Financial Supervisory Authority	Royal Ministry of Finance and Financial Supervisory Authority
Yes	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No





поведения оказался сегодня единственным средством, который позволяет унифицировать рыночную практику и эффективно решить массу бизнес-задач.

СКАЖИТЕ МНЕ, КАКОЕ У ВАС «КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ»...

Инновационный для отечественной инфраструктуры опыт успешно внедряется и в НДЦ. Помните избитое: скажите мне, что вы называете словом «марке-

ного развития Партнерства и повышения доверия к нему со стороны участников рынка.

Исследования базировались на общепринятых в международной практике стандартах оценки Советов директоров и методов работы *Board Solutions*. В рамках исследования было проведено интервьюирование ряда членов Совета директоров и членов комитетов, а также менеджмента НДЦ. Были проанализированы существующие внутренние документы НДЦ с целью оценки их соответствия лучшей практике

циям и вознаграждениям, по стратегии и инвестиционной политике), совершенствование организационных механизмов подбора членов внешних комитетов и порядка влияния решений комитетов на деятельность НДЦ и другие мероприятия, отраженные в рекомендациях консультантов.

Помимо вышеизложенного, принято решение о введении в состав Совета директоров, формируемого в 2007 г., независимого директора. Расширяется состав Партнерства, и в мае Общее собрание членов Партнерства приняло Банк внешнеэкономической деятельности СССР (Внешэкономбанк) в состав НДЦ. Взгляды и планы НДЦ по совершенствованию собственного корпоративного управления проецируются и на компании, акционерами которых является НДЦ. Так, НДЦ предложил акционерам ЗАО ДКК внести изменения в Устав компании, предполагающие отнесение к компетенции Совета директоров вопросы утверждения бюджета и тарифной политики.

Одним из приоритетов в работе НДЦ является разработка и внедрение соответствующих правил и процедур деятельности менеджмента, Совета директоров и акционеров. Результатом реализации проводимых мероприятий станет повышение качества и эффективности управления НДЦ. Сотрудникам и директорам предстоит работать по новым правилам с тем, чтобы выигрывать в конкурентной борьбе за более высокое качество услуг, их доступность и надежность на российском и международном рынках. ■

В соответствии с решением Совета директоров НДЦ от 5 сентября 2006 г. компанией ЗАО «Board Solutions» было проведено исследование качества корпоративного управления НДЦ.

тинг», и я скажу, какой у вас «маркетинг». Так и тут. Скажите мне, что вы называете «корпоративным управлением», и я скажу вам какое у вас «корпоративное управление».

Вопрос совершенствования корпоративного управления НДЦ приобрел особую актуальность в связи с усилением конкурентной среды и приходом на российский рынок иностранных участников, для которых уровень корпоративного управления инфраструктурной организации является важным показателем при оценке рисков и принятии решения о возможности использования ее услуг. Поэтому в соответствии с решением Совета директоров НДЦ от 5 сентября 2006 г. компанией ЗАО «Board Solutions» было проведено исследование качества корпоративного управления НДЦ.

Эта работа является частью стратегического плана развития НДЦ, направленного на сохранение и усиление Партнерством лидирующей позиции на российском рынке. Такое исследование является общепринятой международной практикой, которая успешно используется ведущими компаниями и депозитариями, такими как *Euroclear*, *Clearstream* и *DTCC*. Подобные исследования позволяют получить разностороннюю картину относительно функционирования системы управления. По результатам анализа мнений и сопоставления с практикой управления в аналогичных компаниях органы управления Партнерства могут лучше понять, какие изменения целесообразно произвести для обеспечения долгосроч-

корпоративного управления и потребностям компании.

Несмотря на то что исследования завершились в марте 2007 г., некоторые из предложенных рекомендаций уже нашли отражение в текущей практике управления НДЦ. Так, Советом директоров и Общим собранием членов Партнерства в апреле и мае текущего года были рассмотрены вопросы реорганизации НДЦ из некоммерческого партнерства в акционерное общество. Актуальность этого вопроса обусловлена тем, что после 10-летнего периода развития НДЦ подошло к этапу, когда уровень противоречий между организационно-правовой формой и содержанием деятельности НДЦ достиг критической величины. Эти противоречия обусловлены действием ряда внутренних и внешних вызовов и начинают оказывать негативное влияние на стратегию развития НДЦ. В частности, организационно-правовая форма НП является сдерживающим фактором для развития группы компаний ММВБ в направлении публичной холдинговой компании с унифицированными принципами и механизмами корпоративного управления.

Планируется, что реорганизация НДЦ в хозяйственное общество напрямую будет увязана с качественным совершенствованием системы корпоративного управления НДЦ. Это предполагает, в частности, разработку Кодекса корпоративного управления, информационной политики НДЦ, создание новых профильных комитетов при Совете директоров (таких как комитет по аудиту, по номина-



НДЦ НА 1-М МЕЖДУНАРОДНОМ ИНВЕСТИЦИОННОМ ФОРУМЕ «ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЕТЕРБУРГ»

САНКТ-ПЕТЕРБУРГ В ИЮНЕ СТАЛ МЕСТОМ ПРОВЕДЕНИЯ СРАЗУ НЕСКОЛЬКИХ КРУПНЫХ МЕРОПРИЯТИЙ ФИНАНСОВОГО МИРА: С БОЛЬШИМ УСПЕХОМ ПРОШЛИ ПЕТЕРБУРГСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ (8–10 июня 2007 г.) и МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНКОВСКИЙ КОНГРЕСС (6–9 июня 2007 г.), 1-й МЕЖДУНАРОДНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОРУМ «ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЕТЕРБУРГ. РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В 2007–2008 ГГ.: НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ, ТЕНДЕНЦИИ, ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРОДУКТЫ» (21–22 июня 2007 г.).

1-й Международный инвестиционный форум «Инвестиционный Петербург. Российский финансовый рынок в 2007–2008 гг.: новые технологии, тенденции, перспективы и продукты» был организован ЗАО ИК «Элтра» при содействии ОАО «РТС» и поддержке ЗАО «ММВБ» и НДЦ, Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации, НП «Фондовая биржа «Российская Торговая Система», Биржи «Санкт-Петербург», ЗАО «Санкт-Петербургская Валютная Биржа», Ассоциации Банков Северо-Запада, НАУФОР, Комитета по финансовым рынкам и кредитным организациям ТПП РФ.

21 и 22 июня в конференц-залах гостиничного комплекса «Англетер/Астория» более 200 участников форума — представители органов власти, инвестиционных, управляющих аудиторских, оценочных и консалтинговых компаний, коммерческих банков, предприятий реального сектора экономики, а также приглашенные докладчики из иностранных инвестиционных компаний и банков — обсуждали возможности и риски развития российского фондового рынка.

На пленарном заседании в числе прочих организаторов Форума к собравшимся обратился с приветственным словом старший вице-президент, член правления ЗАО «ММВБ», директор НП «НДЦ» Николай Егоров. В своей презентации, посвященной совершенствованию технологий размещения акций, он убедительно продемонстрировал все преимущества, а также осветил полный спектр возможностей, предоставляемых клиентам НДЦ. «Миссия НДЦ, — отметил он, — это предоставление клиентам надежных и доступных услуг центрального расчетного депозитария, отвечающих современному уровню развития финансовых рынков».

По окончании пленарного заседания и пресс-конференции участники форума начали работу в составе тематических круг-

лых столов. Заместитель директора НДЦ Денис Соловьев, ведущий круглого стола «Бум на российском рынке IPO: перспективы роста российских компаний и банков», представил доклад «Технология проведения IPO: взгляд учетной инфраструктуры», подробно рассмотрев все технические особенности выхода компаний — клиентов НДЦ на первичное и вторичное размещение акций. Марина Астреина, руководитель группы клиентской работы ФБ ММВБ, в своей презентации «IPO на ФБ ММВБ: сектор инновационных и растущих компаний» рассказала о целях создания сектора ИРК на ММВБ и раскрыла критерии включения в него эмитентов.

В рамках работы этого круглого стола Денис Соловьев умело подвел выступавших к обсуждению основного лейтмотива дискуссии: можно ли говорить о так называемом буме на рынке IPO. И если вице-президент по стратегии ИК «Ренессанс Капитал» Ованес Оганисян утверждал, что мы можем констатировать действительный и прогнозируемый значительный рост рынка IPO, то Алексей Федоров из РТС настаивал на том, что эффект бума IPO обязан своим появлением отсутствию четкой и единой для всех терминологии в этой области фондового рынка: под определение IPO подпадают, по его словам, не только непосредственно первичные размещения, но и вторичные, SPO, которые многие российские компании именуют «вторичным IPO», и Follow on. В данном контексте небезынтересным был комментарий г-на Харви Кеснера, представителя американской юридической компании *Haynes and Boone LLP*, отметившего, что на Нью-Йоркской фондовой бирже вторичное размещение акций также рассматривается в рамках учета IPO. Сам г-н Кеснер посвятил свое выступление APO, стремительно набирающему обороты американскому методу привлечения финансирования малого и среднего бизнеса, и так называемым PIPE-сделкам.



Первый заместитель председателя комитета финансов Правительства Санкт-Петербурга Эдуард Батанов, Президент Ассоциации банков Северо-Запада Владимир Джикович, Директор НДЦ, старший вице-президент, член Правления ММВБ Николай Егоров, Генеральный директор ЗАО «УК «Элтра-Инвест» Юлия Власенкова.

Он отметил, что частные инвесторы и хеджевые фонды отдают предпочтение PIPE-сделкам за их быстроту и отсутствие необходимости проводить предоперационные законодательные проверки. «За последние 3 года наша компания провела около 30 АРО, что позволило привлечь более 300 млн долл. для компаний малого и среднего бизнеса, от 2 до 20 млн долл. на каждую», — сказал он.

Другой иностранный участник проводимого ММВБ и НДЦ круглого стола, партнер в британской юридической фирме *Lawrence Graham LLP* г-н Ланс Фивер посвятил свою презентацию краткому обзору современного состояния лондонского AIM, альтернативного инвестиционного рынка, стремительно растущего молодого конкурента основного рынка, и рассказал о некоторых российских компаниях (общее число которых уже достигло 70), вышедших на IPO на Лондонскую биржу. «С 1995 г. количество участников AIM выросло с 10 до 1600 компаний, рынок позволил привлечь около 34 млрд ф. ст.», — сказал Ланс Фивер.

Нотку веселого оживления в работу круглого стола под руководством Дениса Соловьева внес доклад новгородского инвестора, энтузиаста, генерального директора *Marchmont Capital Partners* г-на Кендрика Уайта. «Где ваши business angels?» — восклицал г-н Уайт, подготовивший презентацию на русском языке и перемежавший ее английскими выражениями. — Где ваш Билл Гейтс? Я видел прекрасные бизнес-планы в самых разных областях деятельности за те 15 лет, что я живу и работаю в Нижнем Новгороде, у вас в России прекрасные головы, где же

инвестиции?» Г-н Уайт также рассказал о том, что в настоящее время он готовит серию журналов, каждый из номеров которой он и его команда намерены посвятить инвестиционной привлекательности отдельных городов России. «Распространяться эти журналы будут бесплатно, — сказал Кендрик Уайт. — Мы будем работать на улучшение имиджа России в мире». В заключение своего выступления г-н Уайт призвал собравшихся мыслить глобально и смотреть в будущее, инвестируя в перспективные российские компании.

По словам Председателя оргкомитета Форума «Инвестиционный Петербург», Генерального директора УК «ЭЛТРА-ИНВЕСТ» Юлии Власенковой, организаторы довольны проведением Форума. «Мы смогли организовать профессиональные дискуссии, которые были полезны как профессиональным участникам, так и представителям законодательных и регулирующих органов, а также руководителям реального бизнеса. Мы благодарны всем, кто выступил на Форуме. Это все известные личности российского и международного финансового рынка. Надеемся, что наш Форум станет хорошим началом для его ежегодного проведения в Санкт-Петербурге в самое красивое время года — период белых ночей. Основной стержень Форума — это инновации в финансовой сфере: новые продукты, новые слуги, новые технологии, новые рынки, новые тенденции. Мы очень надеемся, что сможем организовывать Форум «Инвестиционный Петербург» ежегодно, и он станет хорошим поводом для встречи профессионалов финансового рынка, бизнеса из России и разных стран мира». ■



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР

The National Depository Center

**Некоммерческое партнерство
«Национальный депозитарный центр»**

и

**Автономная некоммерческая организация
«Экономическая летопись»**

представляют книгу-летопись



История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы

Книга вторая

Серия «Экономическая летопись России»

Авторы-составители: **Н. Кротов, О. Никульшин**

О книге:

В ее основу легло несколько десятков интервью с представителями самых известных депозитариев и спецдепозитариев, специалистами торговых площадок, представителями профессиональных участников рынка ценных бумаг, иностранных кастодианов, регулирующих органов, тех, кто писал законы, и тех, кто по ним работал.

Рассказ каждого участника данного проекта — это захватывающая история человека, напрямую причастного к становлению современного рынка депозитарных услуг в России.

О литературной серии:

Литературная серия «Экономическая летопись России» — проект, в рамках которого выходят книги по новейшей истории отраслей экономики, регионов, отдельных предприятий.

Концепция серии построена на сочетании свидетельств реальных участников событий, архивных данных, информации прессы соответствующего временного периода. Каждая книга серии рассказывает об истории идей, людей и компаний, определивших развитие той или иной отрасли, рынка.

Планируемая дата
выхода книги —
октябрь 2007 года

Прием
предварительных заявок
на приобретение:
letopis@letopis.ru



НИКОЛ
РЕГИСТРАТОР

Издатель литературной серии «Экономическая летопись России» —
Автономная некоммерческая организация «Экономическая летопись»
www.letopis.ru | тел. (495) 729-5648, 507-7720 | факс: (495) 729-5658

ВАША ФОТОГРАФИЯ НА ОБЛОЖКЕ ДЕПОЗИТАРИУМА–2008

ФОТОКОНКУРС

Лучше гор могут быть только горы...

Горы всегда поражали человека своим величием и красотой.

Горы дарят то, что невозможно забыть: великолепные виды, чувство свободы и радость победы.

Покоряя вершины и окидывая взглядом открывающуюся перспективу, люди ставят еще более сложные и высокие цели.



Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»
приглашает Вас принять участие в фотоконкурсе

УСЛОВИЯ КОНКУРСА

• **Требования к участникам**

К участию в конкурсе приглашаются все лица, работающие на финансовом рынке.

• **Требования к фотографиям**

- Размер фотографии - не менее 500Кб, формат - JPEG.
- На конкурс можно присылать только фотографии, снятые лично.

• **Прием заявок и фотоматериалов на конкурс**

- Фотографии присылаются на конкурс путем заполнения формы на сайте НДЦ www.ndc.ru с 17 сентября по 5 октября 2007 г.
- Один автор может представить на конкурс не более 5 фотографий.

• **Порядок проведения конкурса**

Конкурс проводится в 2 этапа:

1. Голосование на сайте www.ndc.ru – с 12:00 8 октября по 12:00 19 октября 2007 г. Финалистов конкурса Вы выбираете сами – в голосовании могут принимать участие все посетители сайта. Голосование анонимное.
2. Подведение итогов конкурса авторитетным жюри с 22 по 31 октября 2007 г. Из 24 фоторабот, набравших максимальное количество баллов при голосовании на сайте, жюри отберет 12 победителей. В состав жюри входят авторы работ, победивших в предыдущем конкурсе «Самые красивые мосты мира», представитель организатора конкурса и редактор журнала «Депозитариум».

Объявление итогов конкурса состоится на сайте www.ndc.ru 1 ноября 2007 г.

Авторы 24 лучших фоторабот получают призы и бесплатную годовую подписку на журнал «Депозитариум» на 2008 год.

12 фоторабот, победивших в конкурсе, украсят обложки журнала «Депозитариум» в 2008 году.

РАЗМЕЩАЙТЕ ФОТОГРАФИИ • ВЫБИРАЙТЕ ПОБЕДИТЕЛЕЙ • WWW.NDC.RU