

№12 ДЕКАБРЬ (58) 2007

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС
САМЫЕ КРАСИВЫЕ
МОСТЫ МИРА

В Н О М Е Р Е



- 03** ИНТЕГРАЦИЯ В МЕЖДУНАРОДНУЮ ИНФРАСТРУКТУРУ С УЧЕТОМ НАЦИОНАЛЬНЫХ ОСОБЕННОСТЕЙ
- 05** ОРГАНИЗАЦИЯ КРЕДИТОВАНИЯ УЧАСТНИКОВ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ В РАМКАХ РОССИЙСКОЙ РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ
- 20** ОБЗОР ФОНДОВЫХ РЫНКОВ И ДЕПОЗИТАРНЫХ СИСТЕМ АЦДЕ



2

СОДЕРЖАНИЕ

СТРАТЕГИЯ		
3	Мы интегрируемся в международную структуру, но с учетом национальных особенностей	Интервью с Председателем Совета директоров НДЦ СЕРГЕЕМ ЛЫКОВЫМ и Директором НДЦ, Старшим Вице-президентом, членом Правления ММВБ НИКОЛАЕМ ЕГОРОВЫМ
РЫНОК И УСЛУГИ		
5	Организация кредитования участников клиринга и расчетов на торгах и вне торгов в рамках расчетной инфраструктуры	Заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук ДЕНИС СОЛОВЬЕВ
12	К вопросу о кредитовании ценными бумагами на фондовом рынке	Директор филиала НДЦ-СПб, канд. физ.-мат. наук ЕЛЕНА СЕМЬКИНА , Главный специалист филиала НДЦ-СПб МИХАИЛ ВАНЮШОВ
МЕЖДУНАРОДНОЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ		
14	СНГ: опыт российского депозитария и перспективы	Директор Депозитария ОАО АКБ «РОСБАНК», канд. экон. наук МИХАИЛ БРАТАНОВ
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ		
19	Состояние фондового рынка Азербайджана и перспективы иностранных инвесторов	Юрист НДЦ Республики Азербайджан НИГЯР МАММАДОВА
22	Обзор фондовых рынков и депозитарных систем стран – участниц АЦДЕ: Азербайджана, Армении, Беларуси, Грузии	
28	Свобода выбора поставщика инфраструктурных услуг – швейцарская идея?	Департамент стратегии и исследований группы SIS МАРТИН ТРЮБ (MARTIN TRÜB)
ИСТОРИЯ		
31	Фондовый рынок создан в эти годы с нуля	Председатель Совета директоров «МДМ-Банка» ОЛЕГ ВЬЮГИН
СОБЫТИЕ		
35	НДЦ выступил спонсором конференции «Инфраструктура рынка ценных бумаг» в рамках IV Федерального инвестиционного форума	
36	НДЦ на IX Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг	
37	Национальные ледовые игры – 2007	
38	Фотоконкурс «Лучше гор могут быть только горы...»	

На обложке: Большеохтинский мост, Санкт-Петербург
Фото Вадима Корчагина, ООО «УНИВЕР Менеджмент» ИГ «УНИВЕР»

Большеохтинский мост находится достаточно далеко от центра Петербурга, и добраться до него непросто. В пасмурные дни, что так нередки на Неве, мост напоминает скелет гигантского динозавра ... Однако с наступлением темноты, когда включается подсветка, мост волшебным образом преображается и становится началом пути в город-мечту, город-сказку, которым для меня всегда был и навсегда останется Санкт-Петербург.

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

**Депозитарий
№ 12 (58) 2007**
Редакционный совет:

Потемкин А. И.
Егоров Н. В.
Медведева М. Б.
Коланьков А. В.

Редакционная коллегия:

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

**Некоммерческое партнерство
«Национальный депозитарный центр»**

Адрес: 125009 Москва,
Средний Кисловский пер.,
д. 1/13, стр. 4
Телефон: (495) 956-2-659
Факс: (495) 956-09-38
Электронная почта: info@ndc.ru
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru
Редакция «Депозитарий»
Телефон: (495) 232-05-13
Электронная почта: dc@ndc.ru

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

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

Точка зрения редакции не всегда
совпадает с точкой зрения авторов
публикуемых статей. Ответственность
за достоверность информации в
рекламных объявлениях несут ре-
кламодатели. Все права защищены.
Перепечатка – только по согласованию
с Некоммерческим партнерством
«Национальный депозитарный центр»
и Издательским домом «РЦБ».
Индекс 73346. ISSN 0869-6608
Журнал «Рынок ценных бумаг»
24 (351) декабрь 2007



Председатель Совета директоров НДЦ
Сергей Лыков



Директор НДЦ, Старший Вице-президент,
член Правления ММВБ Николай Егоров

МЫ ИНТЕГРИРУЕМСЯ В МЕЖДУНАРОДНУЮ СТРУКТУРУ, НО С УЧЕТОМ НАЦИОНАЛЬНЫХ ОСОБЕННОСТЕЙ

В ПРЕДДВЕРИИ НОВОГОДНИХ ПРАЗДНИКОВ, СОСТАВЛЕНИЯ ПЛАНОВ НА БУДУЩИЙ ГОД И ПОДВЕДЕНИЯ ИТОГОВ УХОДЯЩЕГО 2007 г. журнал «Депозитариум» взял интервью у Председателя Совета директоров НДЦ Сергея Лыкова и Директора НДЦ Николая Егорова. Мы обсудили сценарии развития инфраструктуры, перспективу преобразования НДЦ в акционерное общество и развитие расчетно-депозитарных услуг.

Депозитариум Начнем со сценария развития российского фондового рынка. Какой вариант наиболее вероятен — изоляция российского сегмента или интеграция в мировую систему, когда мы естественным образом вступим в конкуренцию с учетными институтами других стран? Движемся ли мы в сторону зарубежных инвесторов и если да, то каким путем?

Сергей Лыков Активная работа с иностранными инвесторами — это очень положительный момент для российского рынка ценных бумаг. То, что появляется все больше и больше иностранцев, характеризует отношение в целом к Российской Федерации и инфраструктуре фондового рынка в частности. Это говорит о том, что и депозитарная система, и другие элементы российского фондового рынка находятся на достаточно высоком уровне. Клиенты это тоже подтверждают. Например, насколько я знаю, в американской депозитарной системе даже разрешается проведение обратных операций: то есть вы провели операцию сегод-

ня, а через несколько дней она может вернуться на круги своя. При фондовых операциях это очень опасная вещь. Поэтому мнение, что мы значительно отстаем от уровня западных фондовых рынков, и западных кастодианов в том числе, является глубоким заблуждением.

Хотя многое важное еще предстоит реализовать. К отрицательным моментам я бы отнес 100%-ное преддепонирование средств при осуществлении операций с ценными бумагами. И НДЦ, и вся Группа ММВБ работают в этом направлении достаточно активно. Если мы добьемся устранения 100%-ного преддепонирования, для рынка это будет очень хорошо. Участники рынка это оценят. Мне кажется, такой шаг можно будет приветствовать, тем более, в свете инициатив ФСФР России. Я говорю о новых постановлениях, которые ее руководитель Владимир Миловидов подготовил для допуска иностранных ценных бумаг на фондовый рынок.

Таким образом, на мой взгляд, субъективные и объективные предпосылки

для сращивания российской национальной и международной инфраструктуры фондового рынка налицо.

Депозитариум То есть сценарий изоляции инфраструктуры можно уже не обсуждать? Хотим мы или не хотим, но конкуренция неизбежна?

Николай Егоров Российский фондовый рынок уже не изолирован, и не стоит питать иллюзий, что мы в состоянии построить абсолютно закрытый внутренний рынок. Сейчас в обороте Фондовой биржи ММВБ доля иностранных инвесторов составляет уже более 30%. С точки зрения выхода наших эмитентов на другие рынки — некоторая часть российских размещений проходит в Лондоне и других финансовых центрах — существует рынок еврооблигаций, российских и корпоративных, рынок ADR/GDR. Поэтому вариантов изоляции уже нет.

С. Л. И бояться этого не имеет смысла. Это естественный процесс, объективный процесс интеграции. Мы вовлечены в общую систему мирового хозяйства. И даже кризисные явления, которые произошли в



США, в общем-то, именно поэтому и оказали определенное влияние на наши предприятия, банки и инвестиционные компании. Передаточные элементы, «мостики», существуют уже достаточно давно...

Н. Е. Инвесторы с российскими «корнями», как физические лица, так и профессиональные участники, достаточно активно инвестируют в американский рынок, в том числе и ипотечный. И если кризисные явления будут продолжаться на ипотечном рынке, на рынке кредитных карт или рынке автокредитования, то в дальнейшем это так же серьезно скажется и на российском рынке.

С. Л. Согласен с такой позицией.

Депозитариум Какие задачи для НДЦ или всех наших учетных организаций вы видите с точки зрения конкуренции на международном рынке?

С. Л. Я считаю, что НДЦ — одна из наиболее мощных, наиболее оснащенных и интересных депозитарных организаций в рамках стран СНГ. Достаточно активно налаживаются контакты, как локальные, так и интернациональные, с участниками АЦДЕ, *Euroclear*, *Clearstream*. НДЦ готов учитывать ценные бумаги казахстанских и азербайджанских эмитентов, подписан Меморандум о сотрудничестве с депозитарием Республики Беларусь.

Около года назад ANNA присвоила НДЦ статус Национального нумерующего агентства. То есть именно НДЦ присваивает по российским ценным бумагам коды *ISIN* и *CFA*, которые рассматриваются в качестве возможных признаков ценной бумаги при решении вопроса об их квалификации согласно российскому праву. А около полугода назад НДЦ доверили и статус замещающего нумерующего агентства по странам СНГ.

Н. Е. С учетом последних инициатив регулятора по допуску иностранных ценных бумаг российские учетные институты должны быть сопоставимы с корреспондентами в других странах. Уже сейчас, на данном этапе, НДЦ имеет рейтинг А+ от рейтингового агентства *Thomas Murray*, что соответствует среднему рейтингу европейских центральных депозитариев. Повысить рейтинг мы, по всей видимости, сможем по мере повышения странового рейтинга, рейтинга всего фондового рынка, который установлен сейчас *Standard & Poors (Thomas Murray)* входит в эту группу компаний) на уровне *BBB+*.

С. Л. Рейтинг — это индикатор доверия международного рынка, что открывает путь к операциям со всеми ценными бумагами. Надо стремиться выводить НДЦ на уровень ведущих расчетных депозитариев мира. Конечно, для этого требуются значительные инвестиции, прежде всего

в материально-техническую базу, технологические процессы. Это повседневные задачи НДЦ, которыми нужно заниматься в плановом порядке. С ростом фондового рынка и возможностей НДЦ, шансы на то, чтобы встать на один уровень с крупнейшими мировыми центральными депозитариями, будут возрастать.

Н. Е. Следует обратить внимание, что через несколько лет с учетом панъевропейских процессов нас с европейскими коллегами вообще сравнивать будет сложно. Их расчетно-депозитарный бизнес к 2013 г. уйдет в *T2S*, т. е. *Target2 Securities*. Центральный расчетный депозитарий для всей Европы будет построен на базе Европейского центрального банка. И все к этому уже готовы. В существующих ныне центральных депозитариях останется исключительно учетный бизнес.

И причина даже не в том, сколько центральных депозитариев создано в рамках одного государства. Неважно, один или два у нас центральных депозитария. В Соединенных Штатах когда-то их было 5. Мы в своем подходе к построению модели гораздо ближе к азиатским рынкам, в которых активно развивается национальная инфраструктура и нет такого процесса интернационализации, как в Европе.

С. Л. Справедливо. Мы интегрируемся в международную инфраструктуру с учетом наших национальных особенностей.

Н. Е. Но НДЦ готов играть интегрирующую роль в рамках расчетно-депозитарной системы стран СНГ, у нас есть основания для этого, особенно в свете заметного повышения позиций России и Группы ММВБ среди крупнейших финансовых центров мира.

С. Л. В свете становления Москвы как мирового финансового центра роль НДЦ как ключевого инфраструктурного элемента фондового рынка, конечно, будет усиливаться.

Депозитариум Какие задачи вы ставите перед Советом директоров НДЦ?

С. Л. Выборы нового Совета директоров НДЦ в 2007 г. ознаменовались решительным и положительным шагом со стороны руководства НДЦ. Я имею в виду предложение независимому директору принять участие в нашей совместной работе. Александр Иконников, избранный в Совет директоров НДЦ в качестве независимого директора, — один из ведущих специалистов в области корпоративного управления в России, руководитель Ассоциации независимых директоров. И именно на его долю выпала весьма тяжелая, но благодарная роль подготовить конкретные предложения по дальнейшему совершенствованию корпоративного управле-

ния, по созданию системы корпоративного управления, адекватной международным требованиям.

Принят в третьем чтении Государственной думой и находится на завершающей стадии законопроект о возможности преобразования расчетных депозитариев из некоммерческих организаций в акционерные общества. Это позволяет начать процедуру превращения НДЦ в акционерное общество — юридическую форму, наиболее четко регламентированную не только в российском законодательстве, но и в международном праве, которая позволит повысить прозрачность управления в НДЦ. Это также одно из условий динамичного развития, капитализации, усиления влияния российского расчетного депозитария на внутреннем и международном рынке.

Н. Е. Это сделает НДЦ более понятным для наших коллег за рубежом. Для сегодняшних участников рынка — акционеров.

С. Л. Что еще хочется добавить. Радует конструктивная позиция ФСФР России, которая стремится расширять нормативную базу фондового рынка. Подготовка нового закона ФСФР России о механизме регулирования деятельности фондовых бирж находится в финальной стадии. То есть нормативная законодательная база для регулирующей функции государства в области финансового рынка благодаря инициативам ФСФР укрепляется. И это хороший предвестник для всех остальных законов, которые будут регулировать финансовые и фондовые рынки: «Об организованных рынках и биржевой торговле», «О клиринге», «О производных финансовых инструментах». Надеемся, что и другие законопроекты, которые включены в пакет необходимых документов нормативной базы, также эффективно будут согласованы другими российскими регулирующими органами, включая Минэкономразвития, Минфин, Центральный банк Российской Федерации. Радует коллективная работа, которая вошла в нормальное русло взаимодействия. ■



Денис Соловьев

Заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук

ОРГАНИЗАЦИЯ КРЕДИТОВАНИЯ УЧАСТНИКОВ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ НА ТОРГАХ И ВНЕ ТОРГОВ В РАМКАХ РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Для становления российского рынка ценных бумаг в качестве одного из мировых финансовых центров необходимо разработать и предложить участникам рынка конкурентоспособные по сравнению с западными финансовыми рынками механизмы клиринга и расчетов, к которым относятся расчеты с частичным обеспечением и расчеты с центральным контрагентом. При расчетах с частичным обеспечением закрытие коротких позиций обеспечивается за счет кредитования участников друг другом или центральным контрагентом. Для сравнения, на американском рынке при торговле с покрытием в 25% от объема открытой позиции на 1 долл. депонированных брокером средств приходится 4 долл. в совершенных сделках, т. е. спотовый рынок США, где основная масса расчетов происходит именно таким образом, в 4 раза эффективнее российского фондового рынка. В представленной статье содержится описание подходов к реализации на российском фондовом рынке проекта по кредитованию ценными бумагами в рамках клиринговой расчетной инфраструктуры.

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ, ОПИСАНИЕ РЫНКА, СУЩЕСТВУЮЩИЕ СХЕМЫ

Предоставление в кредит ценных бумаг — важная составляющая часть современного международного рынка. В настоящее время кредитование ценными бумагами является тщательно продуман-

ным, хорошо регулируемым и высокоэффективным бизнесом.

На современных фондовых рынках ценные бумаги редко хранятся без движения. Держатели крупных портфелей ценных бумаг, не осуществляющие активной торговли ими, обычно предоставляют своим контрагентам ценные бумаги в кредит.

Кредитор передает ценные бумаги в пользование заемщику на определенное время за вознаграждение. В целях обеспечения возвратности кредита кредитор получает от заемщика обеспечение, которое может быть в форме ценных бумаг или денежных средств. Взаимоотношения сторон регулируются соглашением об общих условиях проведения операций кре-



дитования ценными бумагами, которое определяет права кредитора и заемщика на ценные бумаги, переданные в кредит и полученные в обеспечение (например, права на получение доходов по ценным бумагам). В случае невозможности исполнения обязательств заемщиком по возврату ценных бумаг, обеспечение переходит в распоряжение кредитора, который реализует его с целью возмещения стоимости невозвращенных заемщиком ценных бумаг и процентов за пользование кредитом. Срок, на который предоставляются ценные бумаги, может быть фиксированным или открытым, т. е., заемщик может получить ценные бумаги в кредит на неопределенный срок, но должен вернуть их по первому требованию заемщика в согласованную дату.

Кредиторы могут кредитовать заемщиков как ценными бумагами, так и денежными средствами либо одновременно двумя видами активов. Например, инвестиционный фонд передает в кредит часть своего портфеля акций — это операция кредитования ценными бумагами. Но если возникает ситуация, когда фонд в определенный момент времени имеет в наличии избыток денежных средств, то он также может осуществлять кредитование этими денежными средствами заемщика в обмен на приемлемое обеспечение в форме ценных бумаг.

Кредиторами обычно выступают институциональные инвесторы, такие как крупные страховые компании, инвестиционные, пенсионные фонды и благотворительные фонды, банки, являющиеся основными держателями долгосрочных финансовых активов.

Заемщиками обычно являются дилеры и брокеры. Они берут в заем ценные бумаги с целью покрытия своих краткосрочных потребностей в ценных бумагах для завершения расчетов по сделкам и при игре на понижение.

Одной из основных движущих сил развития этого бизнеса являются брокерские операции. Брокеры предлагают своим клиентам комплексное обслуживание, включая клиринг, расчеты, управление активами, кредитование ценными бумагами и другие финансовые услуги. Кредитование ценными бумагами является очень важной частью сервиса, который брокеры предоставляют своим клиентам. В настоящее время спрос на данную услугу возрастает быстрыми темпами.

Кредитование ценными бумагами относится к такому виду бизнеса, который позволяет получать надежный и постоянный доход при относительно низком уровне рисков. Для организации этого бизнеса потенциальный кредитор должен

иметь хорошо продуманную программу кредитования ценными бумагами.

Многие кредиторы используют полученные доходы от кредитования ценными бумагами для частичного или полного возмещения кастодиальных и административных расходов.

Опыт Euroclear и Clearstream Banking

Международные расчетно-клиринговые системы «Евроклир» и «Клирстрим Бэнкинг» играют значительную роль в организации рынка операций кредитования ценными бумагами. Обслуживая большие объемы операций с ценными бумагами, указанные системы имеют возможности для предоставления своим клиентам комплекса услуг по кредитованию ценными бумагами. Они аккумулируют ценные бумаги всех своих клиентов — потенциальных кредиторов в «кредитный пул» (*Lending Pool*) и по мере необходимости сами используют эти ценные бумаги на цели кредитования. Таким образом, для каждого заемщика и кредитора существует только один контрагент — расчетно-клиринговая система.

Международные расчетно-клиринговые системы осуществляют все административные и расчетные функции, необходимые для проведения операций кредитования ценными бумагами. Программы по кредитованию ценными бумагами международных расчетно-клиринговых систем предоставляют кредиторам гарантии возврата ценных бумаг, передаваемых в кредит (или их денежного эквивалента), а также обеспечивают возможности получения дохода в виде части комиссии, взимаемой с заемщика за пользование кредитом.

Участники системы могут брать ценные бумаги в кредит для того, чтобы избежать проблем в расчетах по ценным бумагам, для покрытия коротких позиций или для увеличения эффективности торговли ценными бумагами на международных рынках. Заимствование ценных бумаг, таким образом, предоставляет заемщикам возможность сокращать финансовые издержки, связанные с неисполнением расчетов по ценным бумагам, а кредиторам — увеличивать свои доходы, не теряя прав на ценные бумаги, переданные в кредит. Программы кредитования ценными бумагами «Евроклир» и «Клирстрим Бэнкинг» имеют ряд различий. Каждая система имеет свой перечень ценных бумаг, которые могут использоваться для целей кредитования и приниматься в качестве обеспечения.

Международная расчетно-клиринговая система «Клирстрим Бэнкинг» разрешает своим участникам использовать при

проведении операций кредитования ценными бумагами следующие виды ценных бумаг:

- облигации с фиксированным доходом;
- конвертируемые облигации;
- варранты;
- облигации с переменным купонным доходом;
- бескупонные облигации.

Программа кредитования ценными бумагами международной расчетно-клиринговой системы «Евроклир» предлагает более широкий список ценных бумаг, которые могут использоваться при проведении операций кредитования ценными бумагами, куда включаются, например, векселя и акции.

Опыт США

Кредитование ценными бумагами широко используется американскими инвестиционными компаниями для обеспечения экспансии на мировых рынках как неотъемлемая часть схем по закрытию коротких позиций. Совокупный объем кредитов в ценных бумагах оценивается экспертами в сумме более 500 млрд долл. При росте объемов предложения ставка по таким кредитам на американском фондовом рынке составляет 0,12—0,15% годовых, тем не менее, учитывая, что в настоящий момент основными поставщиками ценных бумаг выступают банки-кастодианы, стандартный уровень доходности операций которых составляет около 0,05%, можно предположить, что стоимость кредитов будет и далее снижаться.

Нельзя не отметить тот факт, что особенно динамичное развитие рынок кредитов в ценных бумагах получил вследствие того, что частным пенсионным фондам в США было дано разрешение предоставлять ценные бумаги, составляющие их активы, в кредит.

Опыт России

Попытки организовать рынок кредитования ценными бумагами на российском рынке делаются достаточно давно, но до сих пор этот потенциально перспективный сегмент рынка не развит до такой степени, чтобы хотя бы частично удовлетворить потенциальный спрос.

Происходит это по ряду причин. Одна из них заключается в том, что **механизм кредитования ценными бумагами не закреплен законодательно**. Для того чтобы оценить, насколько важно для рынка получить легитимный механизм кредитования ценными бумагами, достаточно вспомнить, что на западных рынках брокерское сообщество поделено на два лагеря — «бы-



ки» и «медведи». Первые зарабатывают на росте рыночной стоимости ценных бумаг, вторые — на ее падении. Их взаимодействие придает вторичному рынку ценных бумаг в целом ту завидную стабильность, которой, к сожалению, лишен российский рынок.

С небольшим преувеличением можно сказать, что **кредитование ценными бумагами — это основной инструмент брокеров, «играющих на понижение»**. Здесь необходимо отметить, что «игра на понижение» в случае неспровоцированного падения рынка превращается в «игру на выживание» той части рынка, которая не сумела предугадать или вовремя воспользоваться таким падением.

До сих пор в российском законодательстве о ценных бумагах не нашли отражения те правоотношения, суть которых — отношения займа, которые *de facto* строятся в настоящий момент с применением иной правовой конструкции и представляют собой комбинацию отношений купли-продажи. Как правило, эти сделки представлены договорами РЕПО, т. е. купли-продажи с обязательством обратного выкупа в заранее определенную дату по заранее фиксированной цене. Проблема состоит в том, чтобы применить правовую модель отношений займа к такому объекту, как ценные бумаги.

Технология получения прибыли на «падающем» рынке достаточно проста. Обычно ценные бумаги, взятые в кредит или купленные с обязательством обратного выкупа собственником, не чувствительным к краткосрочным колебаниям рыночной конъюнктуры, продаются незамедлительно после получения. После определенного периода времени, который определяется сроком исполнения обязательств по кредиту или по обратной продаже, необходимое для погашения обязательства количество ценных бумаг покупается по меньшей цене (будем рассматривать «оптимистический» вариант), чем цена продажи, и возвращается первоначальному владельцу. Образовавшаяся разница между ценами продажи и покупки и составляет прибыль участника рынка, сыгравшего на понижение.

В связи с тем, что операция рассчитана на краткосрочные колебания рыночной стоимости ценных бумаг и в конце определенного выше срока происходит покупка ценных бумаг, что создает предпосылки для роста рынка, то в идеальном варианте никакой угрозы рынку подобные операции не создают.

Однако, если тот же пример рассмотреть, взяв в качестве исходных данных количество ценных бумаг, сопоставимое с объемом рынка по данной ценной бума-

ге, или набор ценных бумаг, представленных на рынке с совокупной стоимостью, сравнимой с дневным оборотом этого рынка, то последствия от подобной операции могут оказаться драматическими.

Тем не менее существуют, по крайней мере, два сдерживающих фактора, которые делают столь крупные операции крайне рискованными для участников рынка, играющих на понижение, а именно необходимость предоставить обеспечение обязательства по возврату ценных бумаг, которое представляет собой залог ликвидных активов (другие ценные бумаги или денежные средства), и необходимость рано или поздно откупить соответствующее количество ценных бумаг для расчетов по кредиту.

Операция по покупке на рынке значительного количества ценных бумаг достаточно сложна, так как при крупной покупке и при наличии у потенциального продавца сведений или догадки о том, что бумаги покупаются для исполнения срочного обязательства, цена их может возрасти так, что может и должна (встаньте на место продавца) стать больше той, по которой бумаги были проданы. Покупка мелкими лотами может привести к нежелательному росту котировок, и совокупная стоимость выкупленного портфеля окажется больше той, по которой он был продан. Кроме того, не стоит забывать, что стоимость обеспечения, предоставленного кредитору, скорее всего, изменилась несущественно.

Таким образом, как видно из вышеизложенного, существуют естественные регуляторы рынка, наличие которых позволяет надеяться на его стабильность. Логично предположить, что рынок кредитов в ценных бумагах — это рынок владельцев крупных пакетов ценных бумаг и мелких заемщиков. Исходя из этого необходимо разработать нормы, регулирующие модель правоотношений, связанных с кредитованием ценными бумагами. Очевидно, что эти нормы должны, насколько это возможно, уменьшить риски кредитора и заемщика.

Действующее в настоящий момент российское законодательство не способствует широкому распространению данного типа услуг. Главными препятствиями являются природа «кредитного» обязательства применительно к ценным бумагам и определенные сложности порядка реализации заложенного под обеспечение кредитного обязательства имущества, в состав которого не могут быть включены денежные средства на счетах заемщика. Тем не менее существует возможность отчасти компенсировать указанные недостатки законодательства, реализовав

продукт в рамках торговой системы, включающей в себя организатора торговли (фондовую биржу), клиринговый центр (в перспективе — центрального контрагента), расчетный депозитарий и расчетную палату.

В настоящее время широко развито кредитование ценными бумагами по схеме заключения сделок РЕПО. Однако существующие схемы РЕПО и реализующие их торговые системы не контролируют и не гарантируют исполнение второй части сделки — возврат ценных бумаг кредитору. Это является существенным препятствием для вовлечения в рынок кредитования ценными бумагами крупных страховых компаний, инвестиционных, пенсионных и благотворительных фондов, банков, являющихся основными держателями долгосрочных финансовых активов. Реализация проекта позволит гарантировать институциональным инвесторам возврат ценных бумаг, и сохранение прав по ценным бумагам, а также вовлечь в оборот торговой системы новые активы.

Помимо клиринговой организации, наличие стандартизованного продукта кредитования могло бы представлять интерес для интернет-брокеров, поддерживающих программы маржинального кредитования в рамках своих систем, и брокеров, предоставляющих доступ иностранным инвесторам к организованным российским рынкам.

Принимая во внимание существующую конфигурацию торговой системы, технологию расчетов на рынке, структуру самого рынка и особенности действующего нормативного правового регулирования, не следует ожидать существенного эффекта от внедрения кредитных продуктов в краткосрочной перспективе.

Тем не менее разработка технологии оказания этих услуг, их внедрение и развитие в настоящий момент оправданы. В процессе разработки могут быть формализованы направления развития продукта и те необходимые изменения в нормативно-правовом регулировании, которые необходимы для этого развития.

ВИДЫ КРЕДИТНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И ПРАВООТНОШЕНИЯ УЧАСТНИКОВ

С целью обеспечения исполнения всех видов обязательств, возникающих в рамках организованного рынка ценных бумаг и при заключении внебиржевых сделок с ценными бумагами, предлагается разработать и внедрить стандартные технологии, условия, правоустанавливаю-



щие и регламентные документы для следующих видов обязательств:

- по кредитам денежными средствами под залог ценных бумаг;
- по займу ценных бумаг, обеспеченных активами залогодателя (заемщика и/или поручителей), учитываемыми в расчетной палате и/или расчетном депозитарии.

Предметом кредитного обязательства могут быть соответственно рубли РФ, иностранная валюта (доллар/евро) и ценные бумаги (акции и облигации, включенные в котировальный лист ММВБ 1-го уровня).

УЧАСТНИКИ ПРОЕКТА: КРЕДИТОРЫ, ЗАЕМЩИКИ, ИНФРАСТРУКТУРА

В соответствии с практикой развитых рынков кредитные продукты могут быть использованы как элемент системы управления рисками неисполнения обязательств по сделкам с частичным обеспечением или без предварительного обеспечения.

Таким образом, потребителями кредитных продуктов являются кредиторы, заемщики и клиринговая организация. При этом клиринговая организация может одновременно выступать в качестве кредитора, заемщика и агента, организующего расчеты.

• **Кредиторы (по ценным бумагам):** депоненты расчетного депозитария, клиенты депонентов расчетного депозитария — портфельные инвесторы, желающие получить дополнительный доход от временной передачи своих ценных бумаг путем предоставления в заем. В качестве кредиторов могут выступать профучастники, размещающие собственные бумаги, или их клиенты. В последнем случае возможен вариант представительства профучастником своего клиента. Учет ценных бумаг, предназначенных к размещению, может осуществляться по попечительской схеме. При кредитовании клиентскими ценными бумагами, профучастник действует как агент своего клиента.

Преимущества для кредиторов:

- получение дохода от кредитования ценными бумагами;
- отсутствие платы за услугу по хранению пакетов, предназначенных к размещению.

• **Кредиторы (по денежным средствам):** банки — участники расчетной системы.

• **Заемщики** — участники расчетов по сделкам с ценными бумагами, в том числе интернет-брокеры, поддерживающие программы маржинального кредитования в своих системах, клиринговая ор-

ганизация, проводящая расчеты по сделкам с неполным покрытием.

• **Клиринговая организация** — осуществляет мониторинг достаточности обеспечения в расчетной системе, акцептует заключение сделок и проведение операций заемщиком, контролируя достаточность обеспечения (ликвидных активов на счетах заемщика в расчетной системе), выступает в качестве кредитора и/или заемщика при осуществлении расчетов по сделкам с неполным покрытием за счет средств гарантийного фонда.

• **Торговая система** — организует торговый интерфейс для продавцов и покупателей кредитных ресурсов.

• **Расчетная система** — расчетный депозитарий, учитывающий ценные бумаги и проводящий расчеты с ними, и расчетная палата, осуществляющая расчеты по денежным средствам.

Расчетный депозитарий или клиринговая организация в схеме кредитования могут выполнять следующие функции:

- 1) автоматическое определение необходимости займа в целях покрытия обязательств, для исполнения которых у заемщика не хватает средств;
- 2) автоматическое определение наличия у Кредиторов средств для займа;
- 3) блокировка залога в пользу Гаранта по кредиту;
- 4) анонимный перевод ценных бумаг от Кредитора к Заемщику;
- 5) ежедневная переоценка стоимости ценных бумаг и залога.

Также они могут выступать агентом по займу, агентом по залогу, гарантом по кредиту.

СХЕМЫ УЧЕТА ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИСПОЛНЕНИЯ КРЕДИТНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ УЧАСТНИКОВ РАСЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ

Кредитные обязательства могут быть обеспечены двумя способами:

- классическим, с обременением ценных бумаг, зарегистрированных на специальном «залоговом» счете депо заемщика — применим для обеспечения кредита ценными бумагами;
- динамическим, при котором все ликвидные активы, принадлежащие заемщику и учитываемые в расчетной системе, служат обеспечением всех его кредитных обязательств — применим для обеспечения кредита ценными бумагами и денежными средствами.

Клиринговая организация осуществляет расчет размера обязательств и достаточности обеспечения в расчетной системе, а также инициирует предусмотренные действия для приведения этих обяза-

тельств в соответствие с установленными требованиями в ситуации «margin call» и/или принудительное исполнение кредитных обязательств в предусмотренных ситуациях.

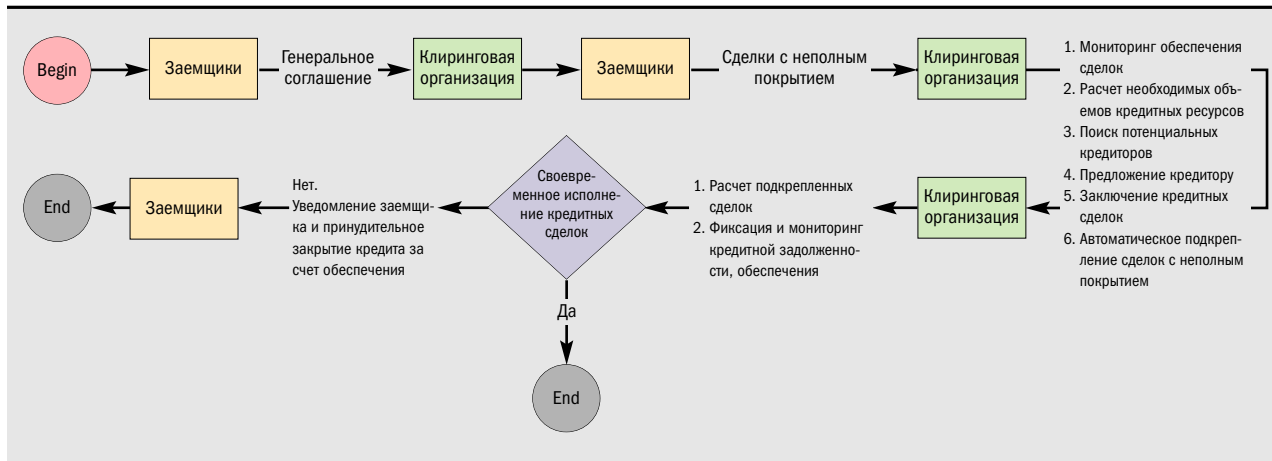
ЮРИДИЧЕСКИЕ СХЕМЫ

Для каждой из схем кредитования необходимо разработать систему договоров и дополнительных соглашений к уже заключенным участниками системы договорам, которые позволили бы реализовать предполагаемый функционал участников. Целесообразно строить отношения с участниками на основе общих соглашений, а каждую конкретную сделку и связанные с ней правоотношения, если потребуется, оформлять дополнительными соглашениями.

Для участия в кредитных операциях потенциальный заемщик и/или кредитор подписывает систему соглашений с клиринговой организацией, торговой системой, расчетной системой и по каждой сделке — двустороннее соглашение как заемщик и/или кредитор. При подписании соглашения клиринговая организация выступает как агент ранее присоединившихся к соглашению участников. Для каждого заемщика в торговой и клиринговой системе кредитор может установить лимит и сублимит по каждому виду кредитного ресурса и обеспечения.

Соглашение об общих условиях кредитования и обеспечения может определять:

- порядок проведения кредитных операций, в том числе:
 - виды кредитов,
 - максимальный срок кредита,
 - величину и порядок начисления процента за пользование кредитом;
- порядок предоставления ценных бумаг в заем. При этом оговариваются условия заключения сделок, способы обмена подтверждениями, а также сроки поставки ценных бумаг заемщику;
- порядок формирования залогового обеспечения;
- порядок определения рыночной стоимости займа и залогового обеспечения;
- порядок формирования ломбардного списка ценных бумаг с указанием дисконтов и порядка внесения изменений;
- порядок выплаты доходов по ценным бумагам, а также порядок осуществления корпоративных действий;
- порядок проведения взаимозачетов по встречным сделкам (неттинг);
- порядок замены обеспечения по кредиту;
- действия сторон при невозможности замены обеспечения по кредиту;



- порядок установления лимитов на заемщиков;
- величину и порядок начисления пеней на сумму просроченного долга при неисполнении (ненадлежащем исполнении) заемщиком обязательств;
- условия досрочного погашения кредита по инициативе заемщика либо кредитора;
- условия замены предмета залога;
- обязанности и ответственность сторон;
- полномочия расчетного депозитария, перечень типов используемых разделов счетов депо;
- порядок удовлетворения требования кредитора за счет обеспечения при неисполнении (ненадлежащем исполнении) заемщиком обязательств;
- порядок досрочного расторжения сделки;
- порядок действий и обязанности сторон в случае невозможности исполнения обязательств какой-либо из сторон.

СХЕМЫ ПРОВЕДЕНИЯ КРЕДИТНЫХ ОПЕРАЦИЙ

В соответствии с требованиями участников проекта к структуре кредита и обеспечения, срокам кредитования и технологиям разработаны 3 схемы проведения кредитных операций:

- организация овердрафтного краткосрочного¹ кредитования клиринговой организацией участников торгов при торговле с неполным покрытием;
- организация краткосрочного кредитования депонентов;
- организация взаимного кредитования между депонентами.

Основные этапы реализации проекта по кредитованию одинаковы для данных трех схем. Рассмотрим их на примере ор-

ганизации кредитования клиринговой организацией участников торгов при торговле с неполным покрытием.

Условия допуска и организация торгов кредитными ресурсами

Для участия в кредитных операциях потенциальный заемщик и кредитор должны подписать систему соглашений с клиринговой организацией, торговой системой и расчетной системой. При подписании соглашения клиринговая организация выступает как агент ранее присоединившихся к соглашению участников.

Предварительно, перед началом работы системы кредитования усилиями участников проекта должен быть сформирован пул потенциальных кредиторов, а ценные бумаги, предназначенные к размещению, переведены на специальные разделы в расчетном депозитарии. Владельцами этих разделов являются депоненты, оператором — клиринговая организация.

Торговая система представляет доступ к информации о доступных в настоящий момент кредитных ресурсах.

Алгоритм организации клиринговой организацией кредитования ценными бумагами/деньгами участников торгов за счет собственных ресурсов и ресурсов других депонентов с целью автоматического покрытия сделок с неполным покрытием представлен на рисунке.

Оформление кредита и регистрация залога

Оформление кредита

При заключении торговых сделок с неполным покрытием брокеры — потенциальные заемщики должны иметь информацию из торговой системы о доступных в настоящий момент кредитных ре-

сурсах. Размеры сделок ограничены лимитами заемщика на кредитные ресурсы и обеспечения. Клиринговая организация в течение торговой сессии производит мониторинг сделок с неполным покрытием, расчет необходимых объемов кредитных ресурсов, проверку достаточности обеспечения, лимитов на заемщика и виды обеспечения. После проверки и при наличии необходимых кредитных ресурсов клиринговая организация заключает кредитные сделки с кредиторами от имени заемщиков, автоматически переводит необходимые ресурсы на счета заемщика и рассчитывает заключенные заемщиком сделки с неполным покрытием.

Фиксация обязательств по возврату кредита и выплате процентов, мониторинг кредита, обеспечения, сроков и способов возврата кредита

Фиксация обеспечения происходит динамическим способом: обеспечением кредита являются все ресурсы заемщика, находящиеся на счетах в расчетном депозитарии и расчетной палате, принимаемые в обеспечение кредита согласно лимитам. Необходимым условием реализации такого способа регистрации обеспечения является передача владельцем счета клиринговой организации и расчетной банковской организации права управления денежным счетом и счетом депо.

На основании данных о заключенных кредитных и залоговых договорах клиринговая организация фиксирует в учете обязательств информацию:

- о структуре займа (вид и количество ценных бумаг), объеме кредита (денежные средства);
- стоимости займа на момент оформления;

¹ Под краткосрочным кредитованием понимается кредитование на срок от одного до нескольких дней.





- структуре обеспечения (вид и количество ценных бумаг);
- стоимости обеспечения на момент оформления;
- сроке займа;
- дисконте;
- процентной ставке за пользование займом;
- получателе дохода по ценным бумагам займа и залога и т. п.

Кредитору и заемщику предоставляются отчеты об исполнении депозитарных операций, фиксации обязательств по кредиту. Заемщику также предоставляется отчет о заключенных договорах.

Мониторинг обеспечения обязательств

Ежедневно и при проведении любой операций с ценными бумагами, являющимися обеспечением кредитных обязательств, клиринговая организация должна осуществлять:

- переоценку стоимости обеспечения;
- переоценку стоимости ценных бумаг, переданных в заем;
- проверку соответствия стоимости залогового обеспечения и заемных средств размеру кредита в денежных средствах. Стоимость залога должна покрывать стоимость ценных бумаг займа/кредита, процентов за предполагаемый период заимствования и накопленный доход по заемным средствам (при необходимости);
- расчет процентов за фактическое время пользования кредитом;
- проверку наступления срока возврата кредита;
- контроль сроков полномочий по доверенностям;
- фиксацию необеспеченности (неисполнения) обязательств.

По результатам мониторинга кредиторами и заемщикам в установленном порядке предоставляются отчеты.

При этом права участника осуществлять вывод из расчетной системы денежных средств или права на заключение сделок, в результате которых нарушается лимитное требование, ограничены: клиринговая организация производит мониторинг поступающих в торговую систему заявок от заемщика и не исполняет их в случае, если их исполнение приводит к снижению стоимости находящихся в собственности заемщика ресурсов ниже минимума, необходимого для обеспечения кредита.

Возврат кредита

Возврат кредита в срок

В день возврата кредита (при наличии свободных от обязательств ценных

бумаг на счете депо заемщика) клиринговая организация должна сформировать поручение депо на перевод ценных бумаг займа на счет депо кредитора и осуществить предварительную блокировку ценных бумаг займа.

Клиринговая организация формирует поручение депо на прекращение обременения ценных бумаг залогом в случае использования сторонами классической схемы обеспечения или увеличивает лимит заемщика на величину оценочной стоимости заложенных ценных бумаг.

Досрочное прекращение кредитного обязательства. Реализация предмета залога на торгах

При неисполнении (ненадлежащем исполнении) обязательств заемщика, обеспеченных ценными бумагами, клиринговая организация на основании агентского договора должна перевести ценные бумаги на счет уполномоченного брокера для реализации на торгах. Денежные средства, вырученные от реализации, направляются на погашение денежного кредитного обязательства или на приобретение ценных бумаг, являющихся предметом займа.

КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ КРЕДИТОВАНИЯ

- **Основной риск (*Principal risk*)** — риск потери полной стоимости ценных бумаг, передаваемых кредитором заемщику. Этот риск может возникнуть в случае, если кредит не обеспечен должным образом или если не может быть выполнена часть операции, связанной с поставкой обеспечения кредитору.

- **Риск замещения стоимости (*Replacement cost Risk*)** — риск понесения убытков кредитором в случае, если стоимость реализуемого обеспечения окажется ниже стоимости ценных бумаг, переданных в кредит.

- **Риск ликвидности (*Liquidity risk*)** — риск, возникающий в случае, если заемщик не может выполнить свои обязательства в полном объеме и в оговоренный срок, а выполняет их позже или не в полном объеме.

- **Рыночный риск (*Market risk*)** — риск получения убытков от неблагоприятных изменений стоимости активов на рынке.

- **Юридический риск (*Legal risk*)** — риск появления нормативных документов, влекущих за собой невозможность завершения сделки.

- **Операционный риск (*Operational risk*)** — риск отсутствия необходимых учетных данных для успешного проведения

операции в информационных системах или системах внутреннего контроля.

- **Расчетный риск (*Settlement risk*)** — риск неисполнения отдельной операции (части операции) в определенное время. (*DVP*)

- **Кастодиальный риск (*Custody risk*)** — риск потери ценных бумаг, находящихся на хранении у кастодиана в результате небрежности или мошеннических действий персонала кастодиана.

Кредитор (или его агент, или кастодиан) берет на себя оценку кредитоспособности заемщика и устанавливает лимиты кредитования для каждого заемщика, прежде чем предоставить ему ценные бумаги в кредит.

Кредитор осуществляет анализ финансового состояния заемщика, адекватности капитала, качества активов, уровня квалификации менеджмента, а также репутации заемщика на рынке.

Кредитор определяет методологию установления лимитов кредитования и устанавливает соответствующие лимиты для каждого заемщика. В идеале менеджмент или кредитный комитет кредитора должны рассмотреть и утвердить эти лимиты отдельно от подразделения, предоставляющего ценные бумаги в заем, принимая во внимание выданные ранее кредиты данному заемщику или его филиалам (дочерним структурам), а также другие факторы кредитной истории данного заемщика. На постоянной основе осуществляется контроль за использованием (частичным использованием) лимитов, чтобы исключить возможность выдачи кредитов сверх установленных предельно допустимых объемов. Лимиты кредитования регулярно пересматриваются с учетом изменения финансового состояния заемщика и изменения условий рынка. Лимиты кредитования могут пересматриваться в связи с колебаниями стоимости собственного портфеля ценных бумаг, особенно на развивающихся рынках.

Чтобы уменьшить риск, связанный с недостаточной диверсификацией кредитного портфеля, кредиторы устанавливают так называемые «сублимиты» по определенному виду ценных бумаг или типу рынка ценных бумаг (например, не больше 20% совокупного лимита на данного заемщика по акциям, обращающимся на развивающихся рынках).

Для минимизации рисков необходимо предусмотреть применение процедуры ускоренного пересмотра лимитов кредитования для отдельных заемщиков при постановку выдачи новых ссуд до погашения выданных ранее, досрочное погашение займов теми клиентами, которые допустили несвоевременное исполнение обяза-

тельств в рамках любой из торговых систем или на внебиржевом рынке (перечень оснований для досрочного принудительного закрытия позиций должен быть предусмотрен в договоре).

Специфические риски, связанные с реализацией проекта в реальных условиях

Как правило, заем ценных бумаг используется для того, чтобы получить прибыль от разницы в стоимости бумаг при падении котировок (среднесрочный заем) или обеспечить поставку по совершенной сделке купли-продажи (краткосрочный заем).

Из сути указанных операций вытекают коммерческие риски, которые несет заемщик.

Однако, помимо этих рисков, следует отметить:

- риск несвоевременного предоставления кредита, что важно при краткосрочном заимствовании и возможно только при стандартизации документооборота;
- риск требования досрочного исполнения обязательств;
- риск утраты залога;
- риск учетной системы, для которой основания для проведения упомянутых операций не являются стандартными, т. е. существенное значение имеет надлежащая легитимация заемщика и кредитора;
- риск манипулирования рынком в рамках торговой системы с использованием кредитных ресурсов.

ПРЕДЛОЖЕНИЯ И КОММЕНТАРИИ

Для реализации преимуществ кредитования перед РЕПО необходимо совершенствовать правовое регулирование в направлении, которого придерживается, например, Европейский союз. Директива Европейского союза 2002/47/ЕС от 6 июня 2002 г. «О соглашениях по финансовому обеспечению» (*On Financial Collateral Arrangements*) устанавливает ряд правил, которые актуальны для всех финансовых рынков, включая рынок РФ.

К существенным достоинствам европейского регулирования можно отнести четкое определение того, кто и какие активы может передавать и принимать в качестве предмета залога. Предметом залога могут быть любые финансовые инструменты или права требования. Доверительные управляющие ценных бумаг, доверенные или агенты бенефициара могут действовать в качестве залогодателей от лица третьих лиц — бенефициаров.

Директива определяет процедуру оформления и переоформления залога, устраняя техническо-юридическую проблему, связанную с тем, что замена одной бумаги в залоговом пуле в РФ требует переоформления сделки, так как российское право квалифицирует новый имущественный комплекс, как новый предмет залога.

Методы оформления, используемые для финансовых инструментов:

- регистрация ценных бумаг на счета залогодержателя или залогодателя, или третьей стороны, и маркировка ценных бумаг, служащих обеспечением, в качестве заложенных за счет выделения счета или отдельных ценных бумаг;
- уведомление депозитария о залоге (например, клиент письменно уведомляет *Clearstream*).

Положения Директивы устанавливают обширный набор вариантов реализации залога, в отличие от законодательства РФ, где установлен порядок реализации на публичных торгах, а любой иной, установленный соглашением сторон, может быть оспорен.

• **Повторное использование:** контрагенты могут договориться о правах переуступки (повторной передачи в залог) залогодержателем. В случае достижения договоренности о переуступке, залогодержатель обязан передать равнозначные ценные бумаги не позже даты истечения срока договора или провести зачет встречных обязательств по согласованию.

• **Залог клиентских активов:** в случае, когда залогодатель информирует залогодержателя об отсутствии права собственности, залог продолжает действовать, если залогодатель подтверждает наличие согласия от владельца на оформление залога.

• **Классификация залога (*Subranking of pledges*):** залогодержатели низших уровней получают право преимущественной реализации залога только в случае, если такое право было делегировано по всей цепочки залогодержателей верхних уровней.

Правила принудительной реализации финансового залога исключают участие третьих лиц (залогодателя или судебных исполнителей) и, соответственно, защищают интересы залогодержателя. В отличие от законодательства РФ, которое отдает предпочтение защите интересов залогодателя. Без предварительного уведомления в случае дефолта залогодержатель может:

- обратиться в собственность залог по цене, установленной по заранее согласованному методу оценки;

• распределить или дать поручение распределить залог посредством продажи по частному соглашению на рыночных условиях, посредством продажи на бирже или на публичном аукционе;

• добиться заключения суда, передающего залог залогодержателю в качестве оплаты на сумму, не превышающую сумму претензии, в соответствии с экспертной оценкой;

- зачесть встречные требования;
- если заложены финансовые инструменты, обратиться в свою собственность данные финансовые инструменты по рыночной цене или по цене последней опубликованной чистой стоимости активов, в зависимости от рода залога.

Законодательство ЕС также защищает залогодержателя от ситуации банкротства залогодателя, отдавая право преимущественного обращения взыскания на заложенное имущество залогодержателю.

Указанные положения могут и должны быть заимствованы для обеспечения защиты интересов залогодержателя на финансовом рынке. Именно такой подход необходим и соответствует социальной значимости финансовых институтов, обслуживающих население и институциональных инвесторов. Особенно это касается клиринговых организаций, выполняющих функции центрального контрагента. Проблемы одного не должны становиться проблемами многих. ■





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



Михаил Ванюшов
главный специалист филиала НДЦ-СПб

К ВОПРОСУ О КРЕДИТОВАНИИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Предметом настоящей статьи является краткое исследование такого получившего сегодня достаточно широкое распространение на фондовом рынке явления, как кредитование ценными бумагами, и рисков, связанных с ним. Мы считаем, что, как и любой инструмент, он не хорош и не плох сам по себе, все зависит от того, как его использовать. По мнению управляющего директора ИК «Тройка Диалог» Жака дер Мегредичана¹, ситуация с использованием заемных активов на мировых финансовых рынках проблематична: *«очень многие участники рынка... перезакладывали имеющиеся у них ценные бумаги для покупки новых, в результате чего объем открытых позиций перестал соответствовать реальным денежным средствам, имеющимся в распоряжении игроков»*. Следует отметить, что, принося дополнительные возможно-

сти участникам рынка, работа с заемными активами также усиливает и риски. «Принцип рычага» работает как на увеличение прибыли, так и на возрастание риска, и неисполнение обязательств по одной сделке влечет за собой невозможность исполнить их по другой, цепочка может расширяться, вовлекая новых участников.

На основных моментах, связанных с минимизацией риска при использовании кредитования ценными бумагами, мы и остановимся. Сразу необходимо отметить, что избежать риска полностью невозможно, да и не нужно, ибо риск и является товаром на рынке ценных бумаг². Однако риск должен быть как минимум осознанным и корректно оцененным для всех участников операции. Оценим риски, которые возникают у сторон по сделке при продаже заемных ценных бумаг.

У покупателя ценных бумаг не возникает никаких дополнительных рисков по сравнению с обеспеченной сделкой, поэтому его мы из рассмотрения исключаем. По той же причине можно исключить из рассмотрения организатора торговли и расчетные организации. Таким образом, у нас остается два субъекта сделки — брокер и клиент. Брокер, являясь профессионалом, обязан хорошо представлять риск операции и, в соответствии с Приказом ФСФР РФ от 7 марта 2006 г. № 06-24/пз-н, обязан под роспись ознакомить с ними клиента. Рассмотрим основные риски.

Риск потери ликвидности. В случае потери ликвидности ценной бумагой, являющейся предметом необеспеченной сделки, могут возникнуть проблемы с возвратом займа — одолженные ценные бумаги просто не удастся «откупить».

¹ Коммерсант *business guide*. 2007. 27 сентября. № 176.

² Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование / Под общ. ред. И. В. Костикова: В 2 т. М.: Наука, 2004.



Риск резкого движения цен. При резком скачке цен на рынке для выполнения обязательств может не хватить обеспечения, предоставленного клиентом.

Два указанных выше риска в большей степени снимаются за счет требования регулятора. В соответствии с цитируемым выше приказом ФСФР, предметом сделок без обеспечения могут быть только ликвидные ценные бумаги, а настолько резкий скачок цен, что будет обеспечено обеспечение, невозможен — просто будут остановлены торги. Таким образом, за исключением ситуаций кризиса общегосударственного масштаба, данные риски исключены. Более того, такие риски нормальны для любого финансового рынка, квалифицированные участники идут на них осознанно, а увеличение потенциальных убытков от реализации этих рисков за счет использования заемных активов компенсируется таким же увеличением потенциальной прибыли.

Возникает, однако, другой вид рисков для брокера. Расчеты по сделке фактически осуществляются за счет ценных бумаг, принадлежащих другим клиентам брокера. При этом, в гипотетическом случае, когда все его клиенты (или большинство) решат продать или просто снять с хранения ценные бумаги, брокеру может просто не хватить остатка на междепозитарном счете. Если в случае снятия с хранения ситуация не очень критична, поскольку брокер обладает запасом времени для приобретения ценных бумаг, то при принятии клиентом решения на продажу он в большинстве случаев самостоятельно выставляет заявку через систему интернет-трейдинга, и времени для покупки необходимых ценных бумаг у брокера просто нет. Конечно, такая ситуация почти невероятна: даже при очень сильном движении рынка несколько сотен или тысяч клиентов не примут решение на продажу одновременно. Дело, однако, не в этом. В рассмотренной ситуации имеется два идеологических момента. Во-первых, в результате необеспеченной сделки риски возникли у лиц, которые стороной по сделке вообще не являются (другие клиенты брокера). Во-вторых, у брокера возникли риски, сущности брокерской деятельности не свойственные.

Остановимся на последнем моменте подробнее. Основная идея брокерской деятельности в том, что брокер является профессионалом, оказывающим посреднические услуги, т. е. предоставляющим возможность своим клиентам заключать сделки на фондовом рынке. В нашем же

случае брокер фактически принимает на себя кредитные риски. Проблема схожа с той, что обозначена Жаком дер Мегредичаном³: «...слишком много посредников на рынке — тех же инвестиционных банков — стали играть на собственные средства... Они превращаются в игроков, которые зарабатывают деньги главным образом на собственной позиции...».

Проблема в данном случае лежит не в области количественной оценки указанных рисков, она как раз, скорее всего, невелика. Риск, возникающий у третьих клиентов брокера в результате необеспеченной сделки, даже если будет осознан ими, не может быть ими корректно оценен. Следовательно, это не риск, являющийся товаром на фондовом рынке⁴, а неопределенность, снижающая прозрачность рынка и, следовательно, его эффективность. Возникновение у брокера несвойственных его деятельности рисков также в конечном итоге увеличивает неопределенность для инвестора — клиента этого брокера. То есть если для брокера этот несвойственный его деятельности риск может быть все же корректно оценен, то для его клиента — инвестора — эта оценка недоступна. Мы видим, что оба указанных вида риска увеличивают неопределенность инвестора и, следовательно, снижают эффективность рынка. Такие моменты необходимо исключить.

Таким образом, имеется два связанных вида риска, которые желательно исключить, поскольку первый не осознается всеми участниками, у которых он возникает, т. е. не выполняется требование прозрачности рынка, а второй не свойствен основной деятельности брокера, у которого он возникает, т. е. влечет за собой увеличение рисков контрагентов данного брокера, ими также не осознаваемое. Также желательно исключить возможность возникновения эффекта «снежного кома», т. е. в случае реализации риска у одного из участников не должны страдать участники, субъектами «проблемной» сделки не являющиеся.

Для решения указанной задачи представляются целесообразными следующие шаги. Для исключения ситуации «снежного кома» достаточно обязательного 100%-ного обеспечения займа. Этого вполне достаточно, чтобы, например, открыть в удачный момент короткую позицию по ценной бумаге, которой у данного участника нет. А для торговли с большим плечом правильнее использовать производные финансовые инструменты, для которых это совершенно естественно.

Для исключения описанных выше рисков третьих участников было бы идеально, чтобы брокер при организации займа ценными бумагами не выступал в качестве заимодавца. Для брокера, осуществляющего депозитарное обслуживание своих клиентов, естественно выступить в качестве посредника между заемщиком и заимодавцем, взимая за свои услуги определенное вознаграждение. Если депозитарное обслуживание клиентов брокера осуществляет держатель, то и функция посредника при организации займа может выполняться держателем. В этом случае клиент брокера/держателя, ценные бумаги которого даются в заем, уже не третья, неинформированная, личность, а полноправный участник сделки, принимающий решение о риске вполне осознанно. Такое решение также полностью соответствует идеологии деятельности брокера как посредника на финансовом рынке.

Интересно отметить, что описанным образом функционирует сервис *Frankfurt Automated Borrowing*, предоставляемый *Clearstream*. Полностью автоматический сервис позволяет избежать сбоев в расчетах. *Clearstream* действует как посредник между заемщиком и заимодавцем и осуществляет все административные и расчетные функции. Организация займа возможна как в автоматическом режиме, когда участник заранее выражает согласие выступить в случае необходимости в качестве заимодавца или заемщика, так и по запросу участника. Для нас важно то, что в любом случае механизм организации займа полностью прозрачен как для заемщика, так и для заимодавца.

Мы рассмотрели основные моменты, связанные с использованием заемных ценных бумаг на организованном рынке. Следует отметить, что, на наш взгляд, ситуация не является напряженной. Наши предложения носят характер системных улучшений на пути к построению идеального рынка. ■

³ Коммерсант *business guide*. 2007. 27 сентября. № 176.

⁴ Там же.



Михаил БРАТАНОВ

Директор Депозитария ОАО АКБ «РОСБАНК», канд. экон. наук

СНГ: ОПЫТ РОССИЙСКОГО ДЕПОЗИТАРИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Поскольку прошло более 2 лет с тех пор, как Депозитарием РОСБАНКА были открыты счета в Центральном депозитарии Казахстана и Узбекистана, в данной статье хотелось бы провести некоторый обзор опыта интеграции инфраструктур фондовых рынков России и СНГ на примере российского депозитария и депозитариев ряда стран СНГ.

НАЧАЛО

Не секрет, что даже при наличии различных ограничивающих факторов интеграционные процессы, как правило, развиваются, поскольку бизнес развивается, свободные деньги должны вкладываться, поскольку есть стратегические интересы, поскольку емкости местных рынков и спектр инструментов для инвестиций ограничены и инвестор, в первую очередь, обращает внимание на соседние рынки. Сегодня у нас уже есть масса примеров взаимных межстрановых инвестиций бизнесов стран СНГ, которые благоприятно сказываются на экономиках участвующих стран. Но при этом в каждом случае имеются определенные особенности учета таких инвестиций и их обслуживания, поскольку нет единых стандартов в части инфраструктурной интеграции рынков.

Как правило, все инвестиционные схемы де-юре готовятся юридическими службами двух сторон, участвующих в сделке, и до недавнего времени процесс подготовки сделок по СНГ, вероятно, не включал в себя рассмотрение вопроса о возможном инфраструктурном обслуживании пакета ценных бумаг, поскольку прямых инфраструктурных мостов не существовало. Момент учета прав на инвестиции оставался в рискованной зоне и регулировался только правом страны планируемой инвестиции путем исполнения требований местного законодательства, за счет мониторинга правового поля и ситуации в целом, за счет создания спе-

циальной собственной микроинфраструктуры в лице дочерних компаний и юристов. Тем не менее эволюция не стоит на месте, и в определенный момент времени инфраструктурные институты стран СНГ задумались над тем, что для дальнейшего развития, наверное, необходимо объединять инфраструктурное пространство рынков для обеспечения более тесного сотрудничества и интеграции экономических систем, снижения рисков взаимных инвестиций, и даже создали для этих целей Ассоциацию центральных депозитариев Евразии. Однако не только в рамках работы данной Ассоциации, которая, как мне представляется, создана для упорядочения процесса интеграции, может происходить и происходит инфраструктурное взаимодействие стран. На практике зачастую многие участники рынка (в первую очередь крупные участники) строят индивидуальные схемы под определенные операции либо при наличии устойчивого интереса со стороны клиентов разрабатывают постоянно действующие прямые схемы взаимодействия. Это происходит и при наличии развитой межстрановой централизованной инфраструктуры, а при ее отсутствии и подавно.

В 2005 г. Депозитарий РОСБАНКА первым из российских депозитариев открыл счет номинального держателя в Казахстане, в Центральном депозитарии ценных бумаг (далее — ЦД Казахстана), который, по сути, является страновым центральным депозитарием, контролируемым государством. Далее Депозитарием

РОСБАНКА были открыты счета в Центральном депозитарии Узбекистана, Азербайджана и Украины. Мы видели определенный интерес российских участников и пошли по пути первопроходцев, понимая, что кому-то нужно начинать, несмотря на то что золотые горы по этому направлению в тот момент явно не светили. Речь идет, естественно, о пути в СНГ для российских инвесторов, которым нужна инфраструктура как элемент управления рисками и затратами, поскольку, как мы с вами знаем, в России существует официальный запрет на работу иностранных депозитариев, но об этом поговорим чуть позже. Таким образом, к настоящему времени у нас накопился определенный опыт, которым и хотелось бы поделиться в данной статье, а также проанализировать возможные перспективы.

КАЗАХСТАН

Начну с Казахстана, так как это был первый опыт интеграции инфраструктур рынков России и Казахстана в том смысле, в котором такая интеграция возможна как постоянно действующий и официальный канал, — в смысле междепозитарных корреспондентских отношений. Еще на этапе предварительного согласования и заключения договора ЦД Казахстана произвел весьма благоприятное впечатление, а уровень развития фондового рынка Казахстана даже в некотором смысле нас удивил, поскольку уже на тот момент уровень проработки и реализации неко-



торых вопросов был гораздо прогрессивнее и смелее подходов к решению данных вопросов в России. Не говоря уже о том, что сам факт возможности открытия счета депозитарию-нерезиденту был разрешен законами Казахстана, в отличие от российской правовой среды, которая жила на тот момент в условиях вялотекущей памяти о том, что есть «старая тема» о Центральном депозитарии.

Учетная инфраструктура Казахстана жестко централизована. Порядок проведения обычных депозитарных операций в ЦД Казахстана мало отличается по сути от обычного общепринятого порядка их проведения. Однако в сфере информационного взаимодействия с депонентом по его ценным бумагам существуют определенные, в некотором смысле непривычные для нас особенности. Для иллюстрации, например, следует отметить достаточно интересный подход к сбору списка владельцев ценных бумаг к собранию акционеров с точки зрения российского зашоренного профессионального взгляда.

Сбор списка осуществляется по данным сегрегированного учета ЦД Казахстана, который возможен в учетных регистрах в разрезе владельцев ценных бумаг по счету номинального держателя. А для обеспечения прав тех клиентов номинального держателя, которые не раскрыты сегрегированно в учете ЦД Казахстана, существует возможность раскрытия в привычном для России виде — путем подачи списка владельцев на определенную дату, которые учитываются под номинальным держателем (по сути, ответом на запрос Центрального депозитария). Однако срок такого раскрытия ограничен одним днем. Данная система фактически позволяет собирать списки в разы быстрее, чем это предусмотрено в России. Возможность существует благодаря централизации и организации соответствующего аналитического учета на уровне ЦД Казахстана и, по всей видимости, исповедует следующую логику. Если хочешь активно участвовать в управлении обществом, не планируешь большого числа операций, связанных со сменой права собственности на пакет ценных бумаг, — открывайся на уровне ЦД Казахстана по счету своего номинального держателя и будешь гарантированно оперативно попадать в список акционеров, имеющих право голосовать, поскольку риски, связанные с прохождением информации о владельце, минимизируются, а оперативность сбора данных увеличивается. Здесь необходимо отметить, что при такой системе учета, естественно, существует возможность осуществ-

лять смену права собственности в рамках счета номинального держателя и при сегрегированном учете клиентов номинального держателя на уровне ЦД Казахстана. Если же хочется не выходить из-под номинального держателя, но есть желание активно участвовать в управлении обществом, то следи за информацией своего депозитария и эмитента, а если используешь промежуточный депозитарий внутри депозитария-корреспондента, учитывая необходимость оперативной работы своего непосредственного depo-

электронные каналы связи для взаимодействия с крупнейшими регистраторами Казахстана, например, с АО «Регистраторская система ценных бумаг», что позволило существенно сократить временные затраты на перерегистрацию наиболее ликвидных акций. Для взаимодействия со своими клиентами ЦД Казахстана разработал и применяет собственный программный продукт — Автоматизированное Рабочее Место Депонента. Также ЦД Казахстана рассматривает возможность внедрения SWIFT-техноло-

Сбор списка осуществляется по данным сегрегированного учета ЦД Казахстана, который возможен в учетных регистрах в разрезе владельцев ценных бумаг по счету номинального держателя.

зитария, поскольку времени на раскрытие дается мало. Если же участие в управлении обществом — неважная часть инвестиций или вообще пассивная составляющая, то можешь не выходить наружу ни в аналитическом учете ЦД Казахстана, ни по запросам депозитария-корреспондента, а находиться внутри своего депозитария. Принимая во внимание данную особенность, иностранным номинальным держателям необходимо давать соответствующие разъяснения своим клиентам с казахстанскими активами для доведения данной информации до конечных владельцев казахстанских ценных бумаг с целью принятия ими решения о целесообразности и способе раскрытия о них информации для целей управления обществом.

Существуют и другие особенности, которые наталкивают на мысль о том, что в некоторых вопросах иногда возможно отойти от стереотипов, к которым привыкли.

ЦД Казахстана развивается поступательно, и с 2006 г. стали доступны операции в режиме ППП с расчетами в долларах США. Если раньше для проведения каких-либо расчетов было необходимо использовать счета в местных банках первого уровня, а операции в режиме ППП вообще не были доступны, то сейчас они возможны, но для их реализации требуется открыть счет в денежных средствах непосредственно в ЦД Казахстана.

ЦД Казахстана также работает над совершенствованием электронного документооборота в рамках инфраструктуры рынка Казахстана. В частности, в настоящее время успешно применяются

технологии, которые позволят обеспечить взаимодействие как с депонентами, так и с корреспондентами, с применением современных международных форматов ЭДО. По крайней мере, глобальных технических проблем с точки зрения возможности указанного внедрения вроде бы не существует.

Резюмируя по Казахстану, можно сказать, что темпы развития инфраструктуры рынка в целом хорошие, отсутствует ряд болезней, свойственных российскому рынку, поскольку они уже принципиально решены, хотя есть, естественно, и свои особенности.

УЗБЕКИСТАН

По Узбекистану мы фиксируем постоянный интерес относительно возможности учета прав на ценные бумаги. Это связано с тем, что те участники рынка, которые знают о такой возможности, рассматривают для себя вопрос об инфраструктурном обеспечении инвестиций как один из вопросов управления рисками. Однако существует ряд сдерживающих факторов, которые, очевидно, препятствуют активному спросу на регионы. Это прежде всего политическая и экономическая ситуация в стране.

В частности, по Узбекистану в настоящий момент сложилась парадоксальная ситуация. Весной 2007 г. неожиданно вышел государственный запрет на открытие счетов номинального держателя депозитариям-нерезидентам. При этом ранее это было разрешено в случае взаимодействия с государственным Центральным депози-



тарием Республики Узбекистан (ЦДРУз), что подтверждается наличием у РОСБАНКа счета номинального держателя в данном Центральном депозитарии. Тем не менее в настоящее время проводить операции по данному счету невозможно, хотя ЦДРУз не закрывает данный счет, принимая во внимание возможное изменение ситуации.

Таким образом, на сегодняшний день мы фактически блокированы в части развития интеграционных процессов между Россией и Узбекистаном в этом секторе рынка, несмотря на интерес отдельных

торые достаточно подробно описывали текущую ситуацию в Украине. Безусловно, учитывая давние исторические связи России и Украины, данная страна крайне интересна для российских инвесторов, в связи с чем Депозитарий РОСБАНКа первым из иностранных депозитариев открыл счет номинального держателя в Национальном депозитарии Украины (НДУ), пройдя с украинскими коллегами достаточно длинный путь по согласованию приемлемых для обеих сторон условий и регламента взаимодействия.

ентам — иностранным депозитариям (поскольку документом о подтверждении является документ реестра или документ Хранителя, но не Депозитария, которым является НДУ). При такой конструкции парадокс заключается не только в вопросе: «А для чего тогда корреспондентские отношения?», — но также и в том, что при отсутствии у Депозитария (например, НДУ) права подтверждать права собственности своим клиентам цепочка учета права собственности в учетной системе Украины прерывается. Это обусловлено тем, что Хранитель может быть клиентом депозитария, который зарегистрировался в реестре, но депозитарий формально не подтверждает Хранителю права собственности на ценные бумаги, а Хранитель при этом подтверждает данные права своим клиентам. Представляется, что эта коллизия требует также особого внимания, поскольку ставит под сомнение легитимность системы учета прав собственности на ценные бумаги в Украине.

Существуют и другие осложняющие функционирование рынка моменты, хотя, как я уже сказал выше, основным моментом, требующим решения, является, вероятно, все-таки политическая воля в проведении тех или иных реформ и в решении вопросов, тормозящих развитие рынка. А поскольку речь идет о достаточно крупном и привлекательном для инвестиций рынке в одной из самых крупных стран Европы, данные проблемы приобретают особую остроту.

Из особенностей устройства инфраструктуры украинского рынка необходимо также отметить, что НДУ обладает исключительными полномочиями в части стандартизации депозитарной деятельности и кодификации ценных бумаг украинских эмитентов в соответствии с международными форматами.

ПРОЧИЕ РЕГИОНЫ СНГ

В рамках анализа возможности работы на других рынках СНГ мы также исследовали ситуацию по ряду других стран. Ситуация разная, но, как правило, с определенными проблемами. Например, Киргизия в результате политического кризиса оказалась в сложном положении с точки зрения развития своего рынка и внешних экономических связей. В Белоруссии один из активных этапов развития законодательства в сторону либерализации экономической системы для обеспечения нового режима допуска на белорусский рынок иностранных инвестиций, в том числе в форме обеспечения условий для работы иностранных депозитариев, был заторможен. Причиной, как мне

Большая часть инвестиций в экономику Республики Азербайджан носит выраженный характер прямых инвестиций и обслуживается собственной инфраструктурой крупных инвесторов.

инвесторов к рынку Узбекистана, интерес, сопровождающийся запросом на обеспечение инфраструктуры для инвестиций в Узбекистане. Хотя, по имеющейся информации, в самой республике продолжают рассматриваться вопросы по внесению изменений в устройство инфраструктуры фондового рынка, в частности рассматривается вопрос о возможной передаче ЦДРУз функций центрального регистратора Республики Узбекистан.

АЗЕРБАЙДЖАН

По Азербайджану ситуация развивается пассивно, вероятно, из-за того, что большая часть инвестиций в экономику республики носит ярко выраженный характер прямых инвестиций и обслуживается собственной инфраструктурой крупных инвесторов, поскольку основным инвестиционным активом является каспийская нефтяная инфраструктура. Вероятно, спрос на классическую инфраструктурную поддержку инвестиций может появиться при появлении портфельных инвесторов в экономику Азербайджана как отдельного класса.

Особенностью устройства инфраструктуры Республики Азербайджан является то, что Национальный депозитарный центр Республики Азербайджан является не только центральным депозитарием страны, но и одним из крупнейших регистраторов.

УКРАИНА

По украинскому рынку в последнее время было много статей и докладов, ко-

Тем не менее ряд моментов на сегодняшний день, а я говорю прежде всего о сложной корпоративной ситуации, которая существует по вопросу объединения двух украинских депозитариев — НДУ и МФС, оказывает, вероятно, свое влияние на перспективы работы НДУ, который является единственным депозитарием Украины, имеющим право на открытие корреспондентских счетов иностранным депозитариям. По нашему мнению, существенное влияние также оказывает политическая ситуация, которая затрудняет решение некоторых вопросов, а также затрудняет работу над совершенствованием законодательства о ценных бумагах. В этой связи хотелось бы отметить, что ряд особенностей украинского законодательства, на наш взгляд, требуют критического анализа и возможного переосмысления. Иллюстрацией этому может служить, например, ситуация с процедурой депонирования ценных бумаг на счет иностранного депозитария в НДУ, которая требует первоначального депонирования на счет иностранного депозитария в Хранителе, и только после этого возможен перевод внутри НДУ со счета Хранителя непосредственно на счет иностранного депозитария в НДУ. Также в качестве примера можно привести определенное противоречие с точки зрения наделяния НДУ исключительным правом установления корреспондентских отношений с иностранными депозитариями при отсутствии, по мнению участников украинского рынка, в том числе саморегулируемых организаций, права законно подтверждать остатки своим кли-

кажется, послужил российско-белорусский газовый кризис.

Таким образом, на примере тех стран, о которых я говорил выше, можно сделать вывод о том, что политическая составляющая сейчас является одним из основных сдерживающих факторов. Однако она не единственная, оказывающая влияние.

ДИЛЕММА В РОССИИ

Что сегодня может предложить сама Россия с точки зрения возможной интеграции, оставаясь на позициях официального запрета работы иностранных депозитариев в России?

Мы с вами знаем, что попытка решения этого вопроса была предпринята в законопроекте о Центральном депозитарии, который даже прошел первое чтение в Государственной думе. Тем не менее, по мнению многих участников рынка, проект сырой, а по мнению некоторых участников, абсолютно не нужный для России. И хотя большая часть сомнений связана именно с концепцией наличия единственного Центрального депозитария, отдельным и весьма сложным вопросом является вопрос обеспечения ликвидности российского фондового рынка в России, поскольку существуют определенные опасения в этом отношении в случае официального допуска на российский рынок крупных кастодианов. Реальное решение этого вопроса, как мне кажется, в первую очередь, сопряжено с определенной политической волей и зависит прежде всего от Правительства и ФСФР, поскольку они должны окончательно определиться по вопросу модели рынка и степени его открытости. У участников российского рынка существуют полярные мнения, и отдать данный процесс полностью на откуп участникам рынка в самом широком составе — это похоронить перспективы возможного ре-

шения. Однако мнение участников рынка, безусловно, необходимо учитывать и анализировать, поскольку они, что называется, своими руками ежедневно работают непосредственно на рынке.

ЧТО ИМЕЕМ СЕГОДНЯ?

Говоря о возможных перспективах, необходимо отметить, что, несмотря на все проблемы, тем не менее мы все-таки кое-что имеем на сегодняшний день. В частности:

Остаются нерешенными задачи, связанные с правовыми аспектами регулирования отношений между хранителем базового актива и эмитентом РДР, гарантиями, налоговые вопросы, в том числе с точки зрения обеспечения избежания двойного налогообложения.

1. Мы имеем возможность обеспечить учет ценных бумаг эмитентов СНГ в соответствии с требованиями российского законодательства и подтвердить российскому инвестору его права в соответствии с российским законодательством.

2. Мы имеем возможность совершать сделки между резидентами РФ с ценными бумагами эмитентов-нерезидентов РФ с соблюдением требований российского валютного законодательства об учете такой операции в российском депозитарии.

3. Мы имеем тенденции развития операций на некоторых рынках с учетом снижения рисков и издержек на проведение данных операций, поскольку накапливается практика взаимодействия.

В случае решения отдельными странами — участниками СНГ прежде всего своих политических проблем, выработки какого-либо стабильного курса, возможно, наступит черед рынков, упорядочения их функционирования и развития.

В этом случае можно надеяться на то, что возможно:

1) будут созданы корректные правовые условия, регулирующие взаимные инвестиции и гарантирующие их безопасность;

2) по самим операциям будут снижаться риски, временные издержки и операционные затраты;

3) будет обеспечен нормальный обмен опытом, в том числе опытом создания благоприятных правовых условий для развития рынков.

Еще одним из вариантов возможных перспектив следует упомянуть российский проект РДР.

В отношении акций эмитентов стран СНГ представляется, что это может быть одним из инструментов возможной активизации интеграции.

По данному проекту в настоящее время созданы первичные законодательные условия. Однако остаются нерешенными задачи, связанные с правовыми аспектами регулирования отношений ме-

НОВОСТИ НДЦ

ОБОРОТ НДЦ В ОКТЯБРЕ 2007 Г. ДОСТИГ РЕКОРДНОГО ЗНАЧЕНИЯ В 7,1 ТРЛН РУБ.

Величина рыночной стоимости ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций за месяц в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» в октябре 2007 г. достигла абсолютного рекорда в размере 7 трлн 108 млрд 691 млн руб. (287,8 млрд долл. на 31 октября 2007 г.). Это на 59% больше среднемесячного оборота в 2007 г. и в 2,2 раза выше по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. (3 трлн 273 млрд 838 млн руб.).

Основная доля оборота НДЦ пришлась на акции акционерных обществ — 43% (3 трлн 70 млрд 487 млн руб.), а также облигации федерального займа и корпоративные облигации — по 22 и 20% соответственно.

Данные показатели не только количественно, но и качественно отражают прогресс НДЦ в оптимизации расчетов с кастодиальными депозитариями, улучшении работы «моста» НДЦ—ДКК, ускорении операционного взаимодействия с регистраторами.





жду хранителем базового актива и эмитентом РДР, гарантиями, налоговые вопросы, в том числе с точки зрения обеспечения избежания двойного налогообложения. Все эти проблемы в случае отсутствия решения будут тормозить развитие РДР-программ, которые как раз могли бы быть интересными с точки зрения вывода эмитентов СНГ на российский биржевой рынок. Также «набирает оборот» тема допуска иностранных ценных бумаг на российский рынок. Было бы интересно узнать, как наши коллеги из стран СНГ относятся к данному проекту. Не волнует ли их проблема возможной утечки ликвидности на российский рынок или, наоборот, они видят позитивные перспективы в отношении резерва роста капитализации своих компаний. Тем не менее есть еще много нерешенных вопросов по данным проектам.

СДЕРЖИВАЮЩИЕ ФАКТОРЫ И ПУТИ ИХ ПРЕОДОЛЕНИЯ

Резюмируя вышеизложенное, необходимо отметить, что сегодня **основными сдерживающими факторами интеграции** фондовых рынков России и стран СНГ являются следующие:

- 1) политическая ситуация в ряде стран, связанная как с внутренними, так и с внешними факторами функционирования государственной власти;
- 2) неэффективная государственная поддержка реализации принятых на межправительственном уровне решений;
- 3) законодательные ограничения и

неясности в среде правового регулирования (правовой запрет на работу нерезидентов — номинальных держателей на фондовом рынке России и ряда стран СНГ, проблемы создания Центрального депозитария России и др.);

4) валютные сложности, связанные с отсутствием свободного обращения на международном рынке и свободной конвертации валют стран СНГ, в результате чего большая часть сделок заключается либо на условиях расчета твердыми валютами, либо на условиях бартера и зачета, а также существуют обоснованные требования и ограничения, связанные с денежными счетами;

5) таможенные барьеры, препятствующие развитию торговли и обращению товаров и, как следствие, росту капитализации компаний, росту потребностей в новых инструментах финансирования;

6) налоговые ограничения и барьеры, тормозящие наращивание торгового оборота между странами (в качестве примера можно привести вопросы возврата НДС, вопросы ограничений, связанных с налоговым резидентством, и др.);

7) информационный дефицит в отношении тенденций развития рынков обеих стран.

На микроуровне следует отметить наличие коммуникационных проблем, связанных со стандартами электронного документооборота, поскольку стандарты каждой из стран могут быть неприемлемы для конкретных участников, а международные стандарты, например *SWIFT*, возможно, еще недостаточно освоены или

дороги для отдельных участников с точки зрения экономического смысла окупаемости их внедрения.

Что может в таких условиях служить сегодня **побуждающими импульсами к активизации взаимной интеграции**? Наверное, можно говорить о следующих моментах:

1. Стабилизация по ряду стран политической ситуации, поскольку длительная дестабилизация в итоге приводит если не к прямому ущербу, то к стагнации.

2. Усиление контроля со стороны государства за принятыми ранее решениями.

3. Завершение реформ, которые влияют на прозрачность и понятность инфраструктур рынков.

4. Анализ проблем интеграции, увеличения товарооборота, торговли, инвестиций.

5. Принятие новых законодательных и межправительственных документов для ликвидации «дыр», которые существуют в действующих нормативных документах.

6. Активное участие профессионального сообщества двух стран с целью лоббирования принятия нормативных актов, способствующих дальнейшей интеграции финансовых рынков, повышению их открытости (безусловно, с обеспечением необходимого контроля, но не в виде протекторных барьеров).

7. Обмен накопленным опытом, информацией и результатами исследований, может быть даже с созданием постоянно действующего информационного поля, консолидирующего информацию о финансовых рынках стран СНГ. ■

НОВОСТИ НДЦ

СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ НДЦ ПО РСБУ ВЫРОС ЗА 9 МЕС. 2007 Г. НА 32% — ДО 1,28 МЛРД РУБ.

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» подвело итоги за 3 квартала 2007 г. Выручка НДЦ по РСБУ за 9 мес. 2007 г. составила 834 млн 429 тыс. руб., что на 34% больше, чем за аналогичный период 2006 г. (621 млн 279 тыс. руб.). Чистая прибыль составила 312 млн 815 тыс. руб., что на 28% выше, чем за 9 мес. 2006 г. (245 млн 273 тыс. руб.).

Собственный капитал НДЦ по РСБУ вырос за отчетный период на 32% и составил 1 млрд 284 млн 562 тыс. руб. (973 млн 402 тыс. руб. на начало года).

Стоимость чистых активов, уменьшенная на сумму

износа основных средств, составила 1 млрд 253 млн 715 тыс. руб. Собственные средства, рассчитанные по методике ФСФР России, достигли уровня 1 млрд 129 млн 986 тыс. руб.

Напомним, что за три квартала 2007 г. стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, выросла с начала года на 25,4% — с 3 трлн 288 млрд 32 млн руб до 4 трлн 121 млрд 936 млн руб. Общее количество инвентарных депозитарных операций НДЦ за три квартала 2007 г. выросло на 34,3% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. и превысило 1,79 млн.

СПРАВКА

Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, открытые в НДЦ — операционный показатель, который не учитывает рыночную стоимость остатков активов на эмиссионных счетах депо.

При этом стоимость акций и паев паевых инвестиционных фондов оценивается по их рыночной цене, а облигации — по номинальной стоимости.



Нигяр Маммадова
Юрист НДЦ Республики Азербайджан

СОСТОЯНИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА АЗЕРБАЙДЖАНА И ПЕРСПЕКТИВЫ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

В своем недавнем интервью нашему журналу¹, посвященном 10-летию Национального Депозитарного Центра Республики Азербайджан, Президент НДЦ Азербайджана Бахтияр Азизов отметил, что законодательство Азербайджанской Республики достаточно либерально подходит к доступу иностранных инвесторов на местный рынок. Иностранные инвесторы могут без ограничений приобретать азербайджанские ценные бумаги, предварительно заключив договор с местной брокерской компанией. Мы попросили специалистов НДЦ Азербайджана рассказать об этом подробнее, а также дать небольшой обзор азербайджанского рынка ценных бумаг.

РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА АЗЕРБАЙДЖАНА

Возрождение фондового рынка Азербайджана, также как и во многих странах СНГ, было обусловлено началом процесса приватизации. После восстановления независимости в 1991 г., Азербайджан начал внедрять независимую политику в сфере экономики, основным направлением которой было создание различных форм собственности, внедрение рыночной экономики и интеграция в мировую экономику.

Важным толчком для развития фондового рынка стало создание в 1999 г. Государственного Комитета по Ценным Бумагам — регулятора рынка ценных бумаг. За достаточно короткое время были приняты основополагающие нормативно-правовые акты, разработана программа развития рынка ценных бумаг, начался процесс лицензирования профессиональных участников, появились первые частные депозитарные и регистраторские организации, была создана фондовая биржа.

На данный момент практически полностью сформирована инфраструктура рынка ценных бумаг и создана необходимая нормативно-правовая база, отвечающая всем международным стандартам. В качестве наглядного примера можно

отметить наблюдающееся в республике развитие и расширение деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. В настоящее время 38 профессиональных участников имеют лицензию на участие на фондовом рынке. Из них 3 депозитария, 2 реестродержателя, 1 фондовая биржа, 1 клиринговая организация, 1 компания управляющая ценными бумагами, 15 брокеров и 15 дилеров.

Рынок ценных бумаг в Азербайджане представлен корпоративными акциями и облигациями, векселями, производными ценными бумагами и государственными краткосрочными и долгосрочными облигациями, а также ипотечными бумагами и жилищными сертификатами.

Статистические показатели по объему рынка свидетельствуют об активном развитии. Так, за 10 мес. 2007 г. на Бакинской фондовой бирже (БФБ) и внебиржевом рынке по корпоративным ценным бумагам проводились сделки на сумму 172 млн долл. За общий период 2006 г. объем проводимых сделок составил 86 млн долл.

Объем эмиссий акций в 2006 г. составил 385 млн долл., а за первые 10 мес. 2007 г. — более 810 млн долл. Объем вторичного рынка акций в 2006 г. составил 84 млн долл., а за 10 мес. 2007 г. — 159 млн долл.

Объем эмиссий корпоративных облигаций в 2006 г. составил 53 млн долл., а за 10 мес. 2007 г. — 72 млн долл. Объем вторичного рынка корпоративных облигаций в 2006 г. составил 2 млн долл., а за 10 мес. 2007 г. — 14 млн долл.

Объем эмиссий ГКО в 2006 г. составил 249 млн долл., а за 10 мес. 2007 г. — 289 млн долл. Объем вторичного рынка ГКО в 2006 г. составил 12 млн долл., а за 10 мес. 2007 г. — 26 млн долл.

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

На сегодняшний день важным условием дальнейшего развития фондового рынка является привлечение иностранных инвестиций. Многочисленные двусторонние и многосторонние соглашения по защите инвестиций и по устранению двойного налогообложения, подписанные правительством страны с более 25 странами мира, создают благоприятную атмосферу для притока инвестиций в страну. Более того, в 2000 г. был принят Закон «О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг», который определяет дополнительные условия по оказанию услуг инвесторам со стороны профучастников, а также меры по защи-

¹ Депозитариум. 2007. № 10.



те прав и законных интересов инвесторов и ответственность за их нарушение. Непосредственный контроль защиты прав инвесторов осуществляется со стороны Государственного Комитета по Ценным Бумагам посредством регулярных мониторингов деятельности профучастников и рассмотрения обращений инвесторов.

В целом для иностранных инвесторов предусмотрен режим наибольшего благоприятствования. Законодательно разрешаются следующие виды доступа

странных профучастников, в частности брокеров, на местный рынок требует соблюдения ряда процедур. В основном это связано с приобретением лицензии на осуществление брокерской деятельности. Лицензия выдается Государственным Комитетом по Ценным Бумагам сроком на 5 лет. Кроме того, необходимо иметь в виду, что профессиональной деятельностью на фондовом рынке Азербайджана могут заниматься только юридические лица, зарегистрированные в Министерстве Юстиции Азербайджанской Респуб-

ликации инвесторов ГКО, то, как показано на рисунке, за 9 месяцев 2007 г. эта цифра составила уже 48,5%.

Активная работа в сфере упрощения требований в отношении доступа иностранных инвесторов на местный рынок ведется Советом руководителей государственных органов по регулированию рынков ценных бумаг государств — участников СНГ. Участники Совета разрабатывают единые принципы равного доступа профучастников государств СНГ на местные рынки ценных бумаг указанных стран. Это позволит избежать в дальнейшем лишних процедур, облегчит и ускорит доступ иностранных участников.

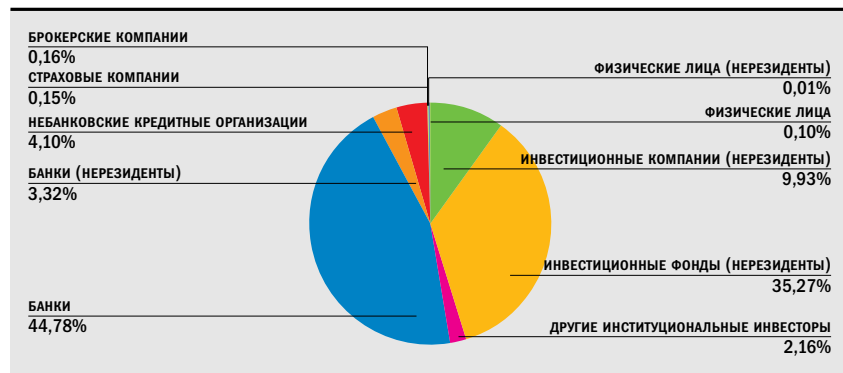
Учитывая тот факт, что в настоящее время на местном рынке инвестиционные ценные бумаги выпускаются в основном в бездокументарной форме, после их приобретения возникает вопрос обслуживания этих ценных бумаг профессиональным участником — депозитарием. Для иностранных инвесторов важность данного вопроса обусловлена тем, что для этого необходимо наличие соглашения о корреспондентских отношениях между депозитарием страны инвестора и страны эмитента ценных бумаг. На практике такие отношения строятся между центральными депозитариями указанных стран. В настоящее время центральный депозитарий Азербайджана — Национальный Депозитарный Центр — заключил договор о корреспондентских отношениях с депозитариями Российской Федерации: НДЦ и Депозитарием РОСБАНКа. Также ведутся переговоры с депозитарием банка ВТБ. В дальнейшем планируется установление междепозитарных отношений с центральными депозитариями стран СНГ.

Таким образом, учет прав иностранных инвесторов на местные ценные бумаги осуществляется НДЦ Азербайджана на основе договоров о корреспондентских отношениях, заключенных с депозитарием, обслуживающим инвестора. Так, на основе заключенного договора для депозитария инвестора открывается счет номинального держания, на котором ведется сегрегированный учет ценных бумаг.

Здесь необходимо отметить, что НДЦ является также Национальным Нумерирующим Агентством и присваивает международные идентификационные коды (ISIN) ценным бумагам азербайджанских эмитентов, принятым на обслуживание. С этой точки зрения намного упрощается вопрос идентификации локальных ценных бумаг в процессе обмена информацией с иностранными депозитариями.

НДЦ Азербайджана также оказывает услуги по выплате дивидендов или про-

ИНВЕСТОРЫ ГКО ЗА 9 МЕС. 2007 Г.



иностранного инвестора на местный рынок:

1. Ценные бумаги можно приобрести с помощью местного брокера. Местная брокерская компания в достаточной степени знакома с фондовым рынком и правилами местной фондовой биржи, может провести анализ выгодности сделки, оценить риски. С этой точки зрения, пользуясь услугами местного брокера, инвестор сможет сэкономить время на приобретение ценной бумаги. Для этого необходимо заключить договор об оказании брокерских услуг и предъявить заявку на покупку/продажу ценных бумаг. Плата за подобные услуги обычно исчисляется в процентном соотношении к стоимости сделки.

Однако при использовании данного способа доступа на местный рынок у иностранного инвестора возможно недоверие к местным брокерским организациям, которое воспринимается им как риск неисполнения сделки, а незнание местного законодательства еще усугубляет ситуацию. В этой связи иностранные инвесторы могут предпочесть приобретать ценные бумаги непосредственно через профучастников, с которыми они уже неоднократно работали на собственном рынке. Это второй путь доступа на азербайджанский рынок.

2. Иностранному инвестору может приобрести ценные бумаги посредством иностранного профучастника. Доступ ино-

странных инвесторов к уставному капиталу брокерской компании не предъявляются. Таким образом, только после прохождения регистрации и получения соответствующей лицензии иностранный профучастник может приобрести место на торговой площадке и начать свою деятельность на рынке ценных бумаг. Также следует отметить, что налоговая ставка по операциям по ценным бумагам составляет 22% и взимается от общей прибыли организации. Прибыль от таких операций освобождена от НДС.

Как уже отмечалось выше, на сегодняшний день на рынке действуют 15 брокерских организаций. Из них 11 являются членами БФБ и получили место на торговой площадке. Брокерские компании в большинстве своем учреждены крупными местными банками, которые имеют иностранный капитал в уставном фонде. Однако брокерские компании со 100%-ным иностранным капиталом на рынке пока отсутствуют.

Таким образом, иностранные инвесторы участвуют в торгах посредством местных брокерских компаний. Согласно статистическим показателям, инвесторы отдают предпочтение в основном государственным ценным бумагам, в частности государственным краткосрочным облигациям (ГКО). Эта тенденция наблюдается также и в 2007 г. Так, если в 2006 г. количество иностранных инвесторов составляло всего около 20,5% от общего



ентов от ценных бумаг. В настоящее время для этих целей НДС пользуется услугами банков, которые также обеспечивают конвертацию доходов в иную валюту. Налоги при этом взимаются у источника. Согласно Налоговому кодексу, налоговые ставки по доходам с ценных бумаг составляют 10%. Однако в целях привлечения инвестиций, а также повышения интереса к фондовому рынку Азербайджана доходы по инвестицион-

ным ценным бумагам освобождены от налогов до 1 января 2010 г.

Помимо указанных услуг, НДС оказывает депонентам услуги по предоставлению информации о корпоративных действиях эмитента, голосование по доверенности и т. д.

В заключение хотелось бы отметить, что НДС стремится усовершенствовать качество оказываемого сервиса. Так, в первую очередь в ближайшее время плани-

руется внедрение электронного документооборота. С этой целью подписан меморандум о сотрудничестве со СВИФТ. Более того, в настоящее время НДС разрабатывает проект нормативного акта, регулирующего отношения с иностранными депозитариями. Мы уверены, что принятые шаги обеспечат необходимый уровень защиты прав собственности инвесторов и увеличат поступление инвестиций в экономику Азербайджана. ■

НОВОСТИ НДС

НДС И ЗАО «СУРГУТИНВЕСТНЕФТЬ» ОСУЩЕСТВИЛИ ПЕРЕХОД НА БЕЗБУМАЖНЫЙ ДОКУМЕНТООБОРОТ

С 20 ноября 2007 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДС) и Закрытое акционерное общество «Сургутинвестнефть» (ЗАО «Сургутинвестнефть»), завершив режим опытной эксплуатации, приступили к обмену электронными документами в процессе информационного взаимодействия между НДС и ЗАО «Сургутинвестнефть» без использования бумажных документов. Использование технологии электронного документооборота позволяет сократить сроки проведения операций в реестрах, снизить вероятность ошибок, повысить оперативность сбора реестра владельцев ценных бумаг при проведении корпоративных действий, и обеспечить конфиденциальность в процессе информационного обмена сторон.

Николай Егоров, директор НДС, отметил, что «в этом году была проделана серьезная работа по переходу на безбумажный документооборот — на эту технологию перешли еще 4 крупнейших российских регистратора. Мы рады отметить, что ЗАО «Сургутинвестнефть» поддержало предложение НДС о сокращении периода опытной эксплуатации до трех месяцев, что позволило нам скорейшим образом повысить уровень качества и оперативности обслуживания клиентов».

Галина Ческидова, директор ЗАО «Сургутинвестнефть», прокомментировала: «В настоящее время сфера применения элек-

тронного документооборота значительно расширилась — ЭДО используется во многих областях российского бизнеса, включая рынок ценных бумаг. Широкое применение электронных документов на рынке ценных бумаг уже легализовано, что открывает широкие возможности для технического совершенствования инфраструктуры рынка. Ширится и законодательная база, регламентирующая применение электронных документов. Электронное взаимодействие профессиональных участников постепенно переходит в практическую стадию. Требования к профессиональным участникам в сфере технического и программного обеспечения постоянно ужесточаются переход к новым цифровым технологиям очевиден. Мы рады, что можем подойти к решению этого вопроса во всеоружии, морально и технически подготовленными».

Внесение ЗАО «Сургутинвестнефть» записей об операциях по лицевым счетам НДС, предоставление информации по лицевым счетам НДС, а также взаимодействие НДС как номинального держателя акций с ЗАО «Сургутинвестнефть» 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.

В «МОСТ» НДС—ДКК ВКЛЮЧЕНЫ АКЦИИ ПЯТИ НОВЫХ ЭМИТЕНТОВ

С 7 ноября 2007 г. в список ценных бумаг, обращающихся по «мосту» НДС—ДКК, включены акции пяти новых эмитентов — Открытое акционерное общество Банк ВТБ, Открытое акционерное общество АФК «Система», Открытое акционерное общество «Система-Галс», Открытое акционерное общество «Территориальная генерирующая компания № 5», Открытое акционерное общество «Четвертая генерирующая компания оптового рынка электроэнергетики».

Таким образом, количество эмитентов, допущенных к обращению по «мосту» НДС—ДКК, составляет 62 шт., количество выпущенных ценных бумаг — 97 шт.

Напомним, что взаимодействие двух расчетных депозитари-

ев — НДС и ЗАО «ДКК» началось 26 мая 1999 г., когда прошли первые операции с использованием «моста». «Мост» НДС—ДКК позволяет осуществлять прямые расчеты между депонентами, минуя текущее выполнение операций перерегистрации в реестрах. С 13 августа 2007 г. прием поручений клиентов, переводящих ценные бумаги по «мосту» НДС—ДКК с исполнением текущим днем, был продлен с 13.30 до 16.00.

Увеличение продолжительности работы «моста» и списка обрабатываемых бумаг находятся в русле усилий НДС по развитию расчетно-депозитарных услуг в интересах профессиональных участников фондового рынка.

С 6 НОЯБРЯ 2007 Г. НДС И ING WHOLESALE BANKING ПРИСТУПИЛИ К ПРОВЕДЕНИЮ ОПЕРАЦИЙ ПО SSS

6 ноября 2007 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО (ING Wholesale Banking) приступили к проведению операций по схеме ускоренных расчетов (Speedy Settlement Scheme, SSS) — исполнению переводов акций между НДС и ING Wholesale Banking. Схема ускоренных расчетов предназначена для сокращения времени на поставку акций и оптимизации расчетов по сделкам, заключенным между клиентами НДС и ING Wholesale Banking.

В перечень эмитентов, операции с акциями которых под- держиваются схемой SSS, включены ОАО «Газпром нефть», ОАО

«ГМК «Норильский никель», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «МТС», ОАО «Полюс Золото», ОАО «Ростелеком», ОАО «Сибирьтелеком», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ОАО «Урал-связьинформ», ОАО АК «Транснефть», ОАО РАО «ЕЭС России».

Напомним, что акции, переведенные по схеме SSS из ING Wholesale Banking в НДС, могут быть в тот же день выставлены на торги на ФБ ММВБ. Акции, купленные на торгах ФБ ММВБ, могут быть переведены в ING Wholesale Banking в тот же день после завершения клиринговой сессии.



ОБЗОР ФОНДОВЫХ РЫНКОВ И ДЕПОЗИТАРНЫХ СИСТЕМ СТРАН – УЧАСТНИЦ АЦДЕ: АЗЕРБАЙДЖАНА, АРМЕНИИ, БЕЛАРУСИ, ГРУЗИИ

Материал подготовлен руководителем Рабочей группы АЦДЕ «Корреспондентские отношения» Галиной Аксеновой (НДЦ, Россия). В рабочую группу вошли: Джаваншир Гаджиев (НДЦ, Азербайджан), Асмик Бадалян (ЦДА, Армения), Гайоз Санадзе (ЦДЦБГ, Грузия), Елена Студенина (ЦДЦБ, Казахстан), Эрик Таранчиев (ЦД, Кыргызстан), Станислав Будза (НДЦБ, Молдова), Светлана Петрашень (РЦДЦБ, Беларусь), Елена Чекулаева (ДКК, Россия), Улугбек Аманов (ЦДРУз, Узбекистан), Наталья Король (МФС, Украина), Людмила Бянова (НДУ, Украина).

В подготовке доклада также участвовали: Наталия Барсукова (ЦДРУз, Узбекистан), Валентина Тимошенко (РЦДЦБ, Беларусь), Юрий Шаповал (МФС, Украина), Нигяр Маммадова (НДЦ, Азербайджан), Анатолий Головкин (НДУ, Украина), Ирина Огурцова, Лилия Слатвинская, Ирина Реутова (НДЦ, Россия).

В связи с изменениями, происходящими на фондовых рынках стран Содружества независимых государств, и растущим интересом, который проявляют инвесторы к данным рынкам, Депозитариум начинает серию публикаций, посвященных особенностям функционирования фондовых рынков и депозитарных систем стран – участниц Ассоциации центральных депозитариев Евразии. Обзор подготовлен Рабочей группой АЦДЕ «Корреспондентские отношения» и охватывает рынки 10 стран – участниц Ассоциации – Азербайджана, Армении, Беларуси, Грузии, Казахстана, Кыргызстана, Молдовы, России, Узбекистана и Украины. В данном номере будут рассмотрены рынки ценных бумаг Азербайджана, Армении, Беларуси и Грузии.¹

АЗЕРБАЙДЖАН

Профессиональными участниками рынка ценных бумаг Азербайджана являются 38 организаций. Из них 15 – брокеров, 15 – дилеров, 1 – управляющая компания, 1 – биржа («Бакинская Фондовая Биржа» – БФБ), 1 – клиринговая организация, 3 – депозитария и 2 – регистратора.

Рынок ценных бумаг Азербайджана в последнее время развивается доста-

точно активно². Эффективному развитию фондового рынка Азербайджана препятствуют такие факторы как низкий уровень корпоративного управления в ряде акционерных обществ, отсутствие инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов на рынке ценных бумаг, недостаточная активность деятельности страховых компаний на рынке ценных бумаг, и ряд других факторов.

Регулирующим органом на рынке ценных бумаг Азербайджана является Государственный Комитет по Ценным Бумагам при Президенте Азербайджанской Республики.

Депозитарная система Азербайджана состоит из двух уровней – Центрального депозитария и депозитариев второго уровня. Депозитарии второго уровня могут взаимодействовать только через центральный депозитарий.

¹ Полностью текст обзора фондовых рынков и депозитарных систем стран – участниц АЦДЕ представлен на сайте АЦДЕ www.aecsd.com в рамках доклада «Корреспондентские счета депо нерезидентов в депозитариях АЦДЕ».

² Статистические данные о развитии фондового рынка Республики Азербайджан см. в материале на стр. 19.



Центральный депозитарий — «Национальный Депозитарный Центр» (НДЦ), созданный в 1997 г., существует в форме акционерного общества закрытого типа, при этом всем пакетом акций владеет Государственный Комитет по Ценным Бумагам. Деятельность НДЦ носит некоммерческий характер на основе принципов самокупаемости и самофинансирования.

Тип документа, удостоверяющего в Азербайджане право собственности иностранного владельца, не регламентирован. Вероятно, таким документом может служить выписка со счета собственника из его депозитария, дополнительно удостоверенная НДЦ и депозитарием-нерезидентом.

Помимо депозитарной деятельности, НДЦ осуществляет ведение реестров акционеров акционерных обществ и оказание соответствующих услуг эмитентам. Кроме НДЦ, реестр ведет еще один регистратор (*International Transaction Systems*).

НДЦ является расчетным депозитарием для БФБ. Большая часть местных эмитентов (около 80%) обслуживаются НДЦ, остальные — в депозитариях второго уровня. В случае если биржевая сделка была проведена по ценным бумагам, хранящимся в НДЦ, биржа предоставляет протокол в НДЦ для перевода ценных бумаг со счета продавца на счет покупателя. Если же ценные бумаги хранятся в депозитарии биржи, данная процедура проводится им самостоятельно, в дальнейшем НДЦ извещают как реестродержателя.

18 сентября 2006 г. НДЦ стал Национальным Нумерующим Агентством на территории Азербайджана.

НДЦ учитывает исключительно корпоративные ценные бумаги, государственные ценные бумаги учитываются в депозитарии БФБ. Вопрос о допуске к обращению на национальном рынке иностранных ценных бумаг не рассматривался.

До настоящего времени депозитарные расписки на азербайджанские ценные бумаги не выпускались. Выпуск азербайджанских национальных расписок до настоящего времени нормативно не урегулирован.

В настоящее время вопрос о порядке открытия и ведения корреспондентских счетов депозитариев-нерезидентов НДЦ или каким-либо другим депозитарием Республики Азербайджан не нашел отражения в нормативных правовых документах. Отсутствие такой регламентации трактуется участниками фондо-

вого рынка Азербайджана как наличие возможности открытия и ведения таких счетов. Открываемые корреспондентские счета будут агрегированными, т. е. на них не будет вестись раздельный учет депонентов депозитария-нерезидента.

На данный момент в НДЦ открыты счета российскому банку ОАО АКБ «РОСБАНК» и Некоммерческому партнерству «Национальный депозитарный центр» (Россия).

Ограничений по ценным бумагам, которые могут храниться на счете иностранного депозитария в Центральном депозитарии страны, не существует, за исключением того, что государственные ценные бумаги учитываются в депозитарии БФБ. Законодательно никакие ограничения на такие счета не налагаются.

Центральный депозитарий и иностранный депозитарий имеют возможность взаимодействовать посредством факсимильной связи.

Что касается возможности и необходимости открытия депозитарием-нерезидентом денежного счета в национальной валюте (манатах) для получения доходов по ценным бумагам, то данный вопрос законодательно не урегулирован.

Необходимости ведения иностранным депозитарием раздельного учета средств своих клиентов нет.

Через корреспондентский счет, открытый в НДЦ, возможно участие депонентов депозитария-нерезидента в торгах на БФБ.

Центральный депозитарий не предоставляет своим клиентам возможность проведения сделок на основе принципа «поставка против платежа».

НДЦ имеет право открывать корреспондентские счета в депозитариях-нерезидентах. Никаких требований и ограничений по отношению к типам учитываемых на таких счетах ценных бумаг нет.

Вопрос об открытии другими депозитариями и иными участниками фондового рынка корреспондентских счетов в иностранных депозитариях для учета ценных бумаг своих клиентов законодательно не урегулирован.

Реальной практики открытия и ведения корреспондентских счетов в иностранных депозитариях в настоящий момент у азербайджанских депозитариев нет.

Вопрос о порядке раскрытия информации о депонентах депозитария-нерезидента в настоящий момент законодательно не урегулирован.

Необходимость постановки иностранного депозитария на налоговый учет при открытии им счета в НДЦ отсутствует.

Возможность выплаты доходов непосредственно клиентам иностранного депозитария законодательно не регламентирована. НДЦ имеет возможность перечислять денежные средства депозитарию-корреспонденту или непосредственно его депонентам.

Азербайджан является участником Конвенции **об избежании двойного налогообложения**. Для использования возможности применения Конвенции необходимо подать в Министерство налогов заявление по утвержденной форме.

АРМЕНИЯ

Регулятором рынка ценных бумаг Армении является Центральный банк Республики Армения.

Основные ценные бумаги, обращающиеся на рынке ценных бумаг Республики Армения, — это государственные облигации и акции. Значительная часть сделок осуществляется с государственными облигациями.

По состоянию на конец 2006 г. на рынке было зарегистрировано размещение корпоративных облигаций в объеме 90 000 000 драм (266 272 долл.).

Объем торгов на фондовом рынке по акциям в 2006 г. составил 2 148 301 317 драм (6,356 млн. долл.), количество сделок — 1134, а по корпоративными облигациями — 477 144 760 драм (1,412 млн долл.), количество сделок — 47 шт³. Объем переводов ценных бумаг в том же году на внебиржевом рынке составил 186 393 604 412 драм (551,460 млн долл.), количество переводов — 2889 шт. За первое полугодие 2007 г. было зарегистрировано 131 биржевых и 1111 внебиржевых сделок.

Большая часть акций находится в руках контролирующих акционеров, что препятствует формированию массового и ликвидного рынка акций. Повышается доля менеджеров как контролирующих собственников, доля розничных инвесторов крайне мала, присутствуют крупные корпоративные участники.

В настоящее время на рынке ценных бумаг обращаются в основном именные акции, причем их большая часть была выпущена в результате приватизации государственных предприятий.

В Армении **функционирует двухуровневая система депозитарного учета**, состоящая из Центрального Депозитария Армении и кастодианов второго уровня. Кастодианы являются субкастодианами Центрального Депозитария и в Депозитарии действуют как номинальные держате-

³ ARMEMEX data base.



ли ценных бумаг. Правом ведения реестра акционеров ценных бумаг наделен Центральный Депозитарий Армении, а также кастодианы, имеющие соответствующую лицензию.

Саморегулируемая организация — **Центральный Депозитарий** Армении, созданный в 1999 г., осуществляет функции ведения реестра, хранения и учета ценных бумаг, а также функцию клиринга. Депозитарий является некоммерческой организацией, максимальные размеры тарифов Депозитария устанавливаются Центральным Банком Армении.

Центральный Депозитарий осуществляет учет только тех ценных бумаг, реестр которых ведется в ЦД. Соответственно, Центральный Депозитарий не может учитывать ценные бумаги, реестр которых ведет регистратор. Центральный Депозитарий не имеет возможности также учитывать ценные бумаги иностранных эмитентов и АДР. Центральный Депозитарий не учитывает и национальные депозитарные расписки.

Иностранному депозитарию Центральный Депозитарий имеет право открыть счет номинального держания. В связи с тем что Центральный Депозитарий ведет учет только именных ценных бумаг, на счете иностранного депозитария также могут учитываться только именные ценные бумаги. **Тип документов, удостоверяющих в Армении право собственности иностранного владельца, не регламентирован.** Практики взаимодействия с иностранными депозитариями у Центрального Депозитария Армении нет.

Биржевая торговля. Армянская фондовая биржа (АФБ, также Армэкс) основана в 2000 г. Членами Армэкс являются 18 брокеров (дилеров). С начала функционирования Армянской фондовой биржи до 2006 г. изменения объемов биржевых сделок на Армянской фондовой бирже носили незакономерный характер. Торговля осуществлялась исключительно акциями предприятий, прошедших листинг на Армэкс. В связи с недостаточной развитостью рынка торги с акциями на фондовой бирже проходят пассивно. Динамика изменения курсов акций на бирже наблюдается крайне редко. Котировки акций армянских предприятий не отражают реального финансового состояния. Реальная финансовая отчетность эмитентов открыта только узкому кругу людей.

БЕЛАРУСЬ

Инфраструктура фондового рынка включает Биржу — ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» и депозитарную систему, куда входят Республиканское унитарное предприятие «Республиканский

центральный депозитарий ценных бумаг» (далее — РЦДЦБ), созданный в 1995 г., и 39 депозитариев второго уровня, 17 из которых — банки, остальные — предприятия негосударственной формы собственности, имеющие лицензии Министерства финансов Республики Беларусь (небанковские депозитарии).

Депозитарная деятельность в Республике Беларусь регулируется Законом Республики Беларусь № 280-З от 9 июля 1999 г. «О депозитарной деятельности и центральном депозитарии ценных бумаг в Республике Беларусь». Указанный Закон распространяется и на корпоративные, и на государственные ценные бумаги.

Расчетным депозитарием, обслуживающим торги по государственным ценным бумагам и ценным бумагам Национального банка, является депозитарий Национального банка. Торги по корпоративным ценным бумагам происходят на «Белорусской валютно-фондовой бирже». Расчетным депозитарием является ее Управление клиринговой и депозитарной деятельности.

На фондовой бирже торгуются государственные краткосрочные облигации, государственные долгосрочные облигации с купонным доходом, облигации местных займов и акции и облигации субъектов хозяйствования. На текущий момент практически вся биржевая фондовая ликвидность распределена между ГКО, ГДО. Внебиржевой рынок корпоративных ценных бумаг характеризуется низкой капитализацией и сложной процедурой заключения сделок с ценными бумагами.

Объем сделок на аукционах по размещению и доразмещению через биржу государственных ценных бумаг в первом полугодии 2007 г. составил 326 млн долл., объем биржевых сделок с указанными ценными бумагами на вторичном рынке составил 939 млн долл.

Объем торгов краткосрочными облигациями Национального банка Республики Беларусь в первом полугодии текущего года составил 51 млн долл.

Объем биржевых торгов акциями в первом полугодии 2007 г. составил 0,7 млн долл. (всего 10 сделок). Большинство сделок с корпоративными ценными бумагами заключается на внебиржевом рынке. Количество таких сделок, например, в июне 2007 г. составило 2 235, объем — 6 млн долл.

Регулятором рынка ценных бумаг является Министерство финансов Республики Беларусь.

В Республике Беларусь создана **двухуровневая депозитарная система.** Первый уровень — Центральный депози-

тарий — «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» (РЦДЦБ), созданный в форме республиканского унитарного предприятия (его деятельность носит некоммерческий характер), второй уровень — депозитарии, установившие корреспондентские отношения с Центральным депозитарием. Функции центрального депозитария ценных бумаг по государственным ценным бумагам и ценным бумагам Национального банка возложены на Национальный банк, по иным ценным бумагам — на РЦДЦБ. Депозитарии второго уровня, помимо обслуживания депонентов (владельцев акций и облигаций), осуществляют также депозитарное обслуживание эмитентов (формируют реестры именных ценных бумаг). Корреспондентские отношения между депозитариями второго уровня запрещены.

По состоянию на 1 января 2007 г. на централизованном хранении в РЦДЦБ находилось акций и облигаций 3 222 эмитентов на общую сумму 6,5 млрд долл. Общее количество выпусков ценных бумаг, переданных на централизованное хранение в РЦДЦБ, составляет 4 499. Учет прав на ценные бумаги эмитентов осуществляют депозитарии второго уровня, установившие корреспондентские отношения с РЦДЦБ. РУП «РЦДЦБ» установлены корреспондентские отношения с 39 депозитариями, из которых 17 являются структурными подразделениями банков, а остальные — небанковскими профучастниками рынка ценных бумаг.

Доли рынка депозитарных услуг распределены между банковскими и небанковскими депозитариями приблизительно поровну.

Вопрос о **документах, удостоверяющих на территории Беларуси права собственности** депонента депозитария-нерезидента, не регламентирован.

Функции центрального депозитария:

- прием на хранение выпусков ценных бумаг, прошедших государственную регистрацию в установленном законодательством Республики Беларусь порядке, и присвоение каждому выпуску идентификационного кода;
- осуществление контроля за общим количеством ценных бумаг каждого выпуска, хранящегося в центральном депозитарии и находящегося на учете в депозитарной системе, в том числе ценных бумаг, находящихся в государственной собственности;
- ведение корреспондентских счетов «депо» депозитариев;
- ведение единых справочников и каталогов депозитарной системы;
- регулирование функционирования депозитарной системы;



- обеспечение расчетов по операциям с ценными бумагами между депонентами разных депозитариев путем перевода ценных бумаг по корреспондентским счетам депо депозитариев;

- обеспечение взаимодействия между депозитариями;

- обеспечение безопасности и надежности функционирования депозитарной системы;

- осуществление контроля за деятельностью депозитариев;

- разработка методологической базы депозитарной деятельности в Республике Беларусь по согласованию с уполномоченным органом;

- оказание консультационной и методологической помощи по организации депозитарной деятельности.

В рамках создания в Республике Беларусь Центрального депозитария по обслуживанию всех видов эмиссионных ценных бумаг совместно с заинтересованными организациями были разработаны проект Инструкции о порядке депозитарного учета прав на эмиссионные ценные бумаги и проект Инструкции о порядке проведения депозитарных операций в центральном депозитарии.

Учет каких бумаг возможен в центральном депозитарии. С 1 января 2008 г. функции по учету всех видов эмиссионных ценных бумаг полностью переданы РЦДЦБ.

Депозитарные расписки на белорусские ценные бумаги до настоящего времени не выпускались. Регламентация типов счетов для депонирования их обеспечения, а также связанные с этим иные вопросы в настоящее время законодательством Республики Беларусь не регулируется.

На белорусском рынке **нет обращения иностранных ценных бумаг.** Белорусские депозитарные расписки на иностранные ценные бумаги также отсутствуют.

На рынке корпоративных ценных бумаг **порядок установления корреспондентских отношений** между РЦДЦБ и депозитариями — нерезидентами законодательством определен в последнее время.

В случае установления корреспондентских отношений между центральным депозитарием и депозитариями, созданными в соответствии с законодательством иностранного государства с местом нахождения за пределами Республики Беларусь (далее — иностранный депозитарий), на основании заключенных с ними договоров в центральном депозитарии могут открываться корреспондентский счет депо ЛОРО на имя иностранных депозитариев и (или) корреспондентский счет депо НОСТРО центрального депозитария. Особенности осу-

ществления депозитарных операций по указанному счету определяются договорами между центральным депозитарием и иностранными депозитариями.

Для государственных ценных бумаг и ценных бумаг Национального банка ситуация аналогичная. По законодательству центральный депозитарий Национального Банка Республики Беларусь, являющийся центральным депозитарием по государственным ценным бумагам и ценным бумагам Национального Банка, имеет право открывать корреспондентские счета центральным депозитариям-нерезидентам. При этом вопросы функционирования таких счетов должны определяться договором.

Депозитарии второго уровня не имеют право устанавливать корреспондентские отношения с депозитариями — нерезидентами.

Практика ведения корреспондентских счетов депозитариев-нерезидентов у депозитариев Беларуси отсутствует.

Законодательство Республики Беларусь говорит о возможности учета на счетах «депо иностранного депозитария в Центральном депозитарии» акций, облигаций, государственных облигаций.

Осуществление белорусскими депозитариями депозитарной деятельности в отношении иных видов ценных бумаг должно быть установлено или законодательством Республики Беларусь, или международным договором Республики Беларусь.

Способ взаимодействия между центральным депозитарием страны и иностранным депозитарием — SWIFT и факс. Организацией, оказывающей услуги депозитариям по обработке и доставке электронных депозитарных документов, является Национальный банк Республики Беларусь.

Законодательством **вопрос об открытии денежных счетов** иностранными участниками фондового рынка специальным образом не регулируется. Законодательство Республики Беларусь разрешает нерезиденту открывать в банках-резидентах текущие счета только в иностранной валюте. В соответствии с «Правилами проведения валютных операций», утвержденными Нацбанком, счет в белорусских рублях может быть открыт депозитарию-нерезиденту только на имя его представительства или филиала. Таким образом, вопрос получения доходов в белорусских рублях по белорусским ценным бумагам депозитариями-нерезидентами для своих депонентов остается открытым.

Необходимость раздельного учета средств каждого клиента. Тип корреспондентского счета («омнибус» или «сегрегированный») будет определяться догово-

ром между Центральным депозитарием и иностранным депозитарием.

Возможность для депонентов иностранного депозитария выхода на биржевые торги. В отношении государственных ценных бумаг на сегодняшний день корреспондентские счета депозитариев второго уровня используются в Центральном депозитарии Национального банка для участия депонентов этих депозитариев в торгах на бирже. Если при установлении корреспондентских отношений между Центральным депозитарием Национального банка и центральным депозитарием-нерезидентом система расчетов будет аналогичной, то корреспондентские счета центральных депозитариев-нерезидентов могут использоваться для участия нерезидентов в торгах на бирже по государственным ценным бумагам и ценным бумагам Национального банка.

Для торговли на бирже корпоративными ценными бумагами в настоящее время необходимо открыть счет в депозитарии Белорусской валютно-фондовой биржи. Ценные бумаги для участия в торгах переводятся в названный депозитарий, по итогам торгов этим же депозитарием производятся расчеты.

Возможность проведения расчетов на условиях ППП. РЦДЦБ не осуществляет контроль денежных расчетов при совершении биржевых и внебиржевых сделок.

Реальной практики работы белорусских депозитариев с корреспондентскими счетами, открытыми за рубежом, в настоящий момент нет.

Вопросы **раскрытия информации** депозитариями-нерезидентами по корреспондентским счетам не регламентированы нормативными документами и, скорее всего, должны найти свое отражение в договоре между Центральным депозитарием и иностранным депозитарием. От депозитария-нерезидента потребуется регулярно раскрывать информацию, необходимую для формирования реестра владельцев ценных бумаг.

На налоговый учет иностранный депозитарий подлежит постановке только в случае осуществления деятельности на территории Республики Беларусь через постоянное представительство, а также в случае открытия счета в банке.

Есть возможность депонентам иностранного депозитария напрямую получать доходы по ценным бумагам от эмитента.

Беларусь является участником Конвенции **об избежании двойного налогообложения** с рядом стран. Для получения полного или частичного освобождения от налога до его уплаты иностранная



организация представляет в налоговый орган Республики Беларусь заявление. На заявлении должна быть сделана отметка компетентного органа государства постоянного местопребывания иностранной организации. **При отсутствии заявления**, налог на доходы удерживается и перечисляется в бюджет в установленном порядке. При наличии у иностранной организации права на полное или частичное освобождение от налога возврат или зачет удержанных сумм налога производится в установленном порядке на основании заявления на возврат.

Основанием для полного или частичного освобождения от налога на доходы при начислении (выплате) дохода иностранной организации либо для возврата или зачета удержанных и перечисленных в бюджет сумм налога может также являться справка, составляемая в произвольной форме, подтверждающая факт постоянного местопребывания иностранной организации в государстве, с которым Республика Беларусь имеет действующий международный договор об избежании двойного налогообложения, заверенная финансовым (налоговым) органом этого государства.

Документы (заявление или справка), являющиеся подтверждением постоянного местопребывания иностранной организации, представляются в налоговый орган ежегодно и действительны на протяжении финансового года или периода, указанного в документе, на который финансовым (налоговым) органом иностранного государства дается подтверждение постоянного местопребывания иностранной организации в соответствующем государстве. Документ, выданный на год, должен быть заверен финансовым (налоговым) или иным компетентным органом государства постоянного местопребывания иностранной организации не ранее IV кв. года, предшествующего финансовому году, на который дается такое подтверждение. Законодательством Республики Беларусь предусмотрена возможность двухгодичного действия заявления и справки. Заявление или справка представляется в оригинале вместе с копией, которая должна быть заверена подписью должностного лица и печатью налогового агента.

ГРУЗИЯ

Особенностью рынка ценных бумаг Грузии является его разделение на два практически самостоятельных рынка: рынок государственных ценных бумаг и рынок корпоративных ценных бумаг.

Инфраструктура рынка ценных бумаг

Грузии включает Грузинскую фондовую биржу (ГФБ), Центральный депозитарий ценных бумаг Грузии (ЦДЦБГ), около 10 регистраторов, около 30 брокерских компаний.

Рынок ценных бумаг Грузии развивается стремительными темпами: если в 2004 г. объем сделок с ценными бумагами на биржевых торгах составлял около 27 млн долл., то в 2005 г. он уже составлял около 38 млн долл., а в 2006 г. — около 102 млн долл.

До настоящего времени на рынке ценных бумаг Грузии отсутствуют корпоративные и муниципальные долговые ценные бумаги.

Система учета прав собственности на ценные бумаги представлена тремя видами институтов: регистраторами, брокерскими компаниями и Центральным депозитарием. Все они обладают в равной мере функциями регистрации и подтверждения прав на ценные бумаги, а также дополнительными функциями, присущими только для их видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Первичным учетным институтом негосударственных ценных бумаг являются независимые регистраторы. До 1999 г. все виды передачи прав собственности на ценные бумаги, включая операции купли-продажи, оформлялись регистраторами. После создания ГФБ, в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг», сделки по купле-продаже акций подотчетных предприятий могут совершаться только с помощью брокерских компаний, а изменения прав собственности могут отображаться и у номинального владельца.

Номинальными владельцами первого уровня считаются учетные институты, которым эти права предоставлены непосредственно владельцами — собственниками ценных бумаг. Номинальными владельцами второго уровня считаются профессиональные участники рынка, которым это право предоставляется, соответственно, номинальными владельцами первого уровня. При этом достаточно соответствующей записи у номинального владельца. Грузинским законодательством установлено, что сделки по купле-продаже могут быть совершены исключительно лицензированными брокерскими компаниями путем передачи им ценных бумаг в номинальное владение. В том случае если акции допущены на торги ГФБ, брокерская компания обязана совершить сделку, а для этого она должна передать ценные бумаги в номинальное владение Центрального депозитария (это может быть оформлено как регистратором, так и в самой брокерской компа-

нии). Некоторые отличия имеются в случае продажи больших пакетов акций.

Несмотря на то что в соответствии с грузинским законодательством о рынке ценных бумаг акционеры-нерезиденты пользуются такими же правами, что и резиденты, доля иностранцев и иностранных компаний, владеющих акциями грузинских компаний, не только не растет, но и уменьшается (за исключением стратегических инвесторов).

О необходимости принятия мер, позволяющих повысить инвестиционную привлекательность Грузии, свидетельствует и тот факт, что в листинг 2 ГФБ внесена всего одна компания, а на всем рынке нет ни одной ликвидной ценной бумаги, включая ГКО.

Орган, регулирующий деятельность на рынке ценных бумаг, — Национальная комиссия по рынку ценных бумаг Грузии.

Депозитарная система в Грузии представлена исключительно Центральным депозитарием, депозитариев второго уровня нет.

В соответствии с действующим законодательством Центральный депозитарий Грузии является некоммерческой, саморегулируемой организацией и имеет лицензию Национальной комиссии по рынку ценных бумаг Грузии (НКЦБГ). Форма учреждения — акционерное общество.

Учредителем Центрального депозитария является Грузинская фондовая биржа, а ее учредителями в свою очередь являются брокерские компании. Членами Центрального депозитария могут стать фондовые биржи, брокерские компании, страховые и пенсионные фонды, регистраторы, коммерческие банки, крупные эмитенты ценных бумаг. На сегодняшний день, членами Центрального депозитария являются около 30 брокерских компаний.

Законодательство никак не трактует вопрос о документах, удостоверяющих на территории Грузии, права собственности депонента депозитария-нерезидента. Таким документом, по мнению Центрального депозитария, могла бы стать выписка депозитария-корреспондента при условии наличия у ЦДЦБГ образца соответствующих подписей и печати.

Основные функции Центрального депозитария — это осуществление клиринга и расчетов по ценным бумагам, их хранение, а также другие функции, определяемые правилами НКЦБГ. Например, Центральный депозитарий может выполнять (при наличии соответствующей лицензии) функции регистратора, спецдепозитария для пенсионных и инвестиционных фондов.



В Центральной депозитарии учитываются акции, так как до настоящего времени рынок корпоративных и муниципальных облигаций отсутствует. Рынок государственных ценных бумаг — ГКО (Государственных казначейских обязательств) — отделен от рынка акций. Роль центрального депозитария на рынке государственных ценных бумаг выполняет Национальный банк, который ведет реестр владельцев ГКО.

Депозитарные расписки на грузинские ценные бумаги до настоящего времени не выпускались.

Ни национальные депозитарные расписки, ни иностранные ценные бумаги на внутреннем рынке Грузии не обращаются.

Наличие возможности открытия счета иностранным депозитарием в Центральном депозитарии страны. Тип открываемого счета. Ситуация с корпоративными и государственными бумагами различна. Реестр владельцев ГКО ведет Национальный банк. В настоящее время используемая им система регистрации владельцев не предусматривает наличия номинальных держателей — нерезидентов.

В Центральной депозитарии любому нерезиденту может быть открыт счет собственника, а если он станет членом Центрального депозитария — то и членский счет, который позволяет открыть субсчета по усмотрению члена, в том числе и анонимные. Центральный депозитарий может открывать корреспондентские счета депозитариям-нерезидентам.

Кроме ЦДЦБГ, учет ценных бумаг ведут регистраторы и брокеры. У регистраторов счета номинальных держателей не могут быть открыты депозитариям-нерезидентам. Порядок ведения корреспондентских счетов брокерами не урегулирован законодательством. В данном случае следует трактовать это так, что открытие корреспондентских счетов брокерами депозитариям-нерезидентам невозможно, так как номинальным держателем у брокера может быть только резидент.

Практика ведения корреспондентских счетов депозитариев-нерезидентов в Грузии отсутствует.

На счете иностранного депозитария в ЦДЦБГ могут учитываться все ценные бумаги, учитываемые Центральным депозитарием.

Способ взаимодействия между Центральным депозитарием страны и иностранным депозитарием — факс, электронный обмен данных на основе OFX-стандарта.

Депозитарий-нерезидент должен открыть денежный счет в национальной валюте (лари) в любом из четырех расчетных банков, а для обеспечения торгов на ГФБ — во всех четырех. Если клиенты депозитария-нерезидента принимают участие в торгах на ГФБ, то предназначенные для этого денежные средства должны быть переведены на счет ЦДЦБГ, открытый в соответствующем банке. Учет средств участников торгов ЦДЦБГ осуществляет самостоятельно в целях гарантирования исполнения сделок.

В действующем законодательстве отсутствует требование о сегрегированном учете клиентов на счете депозитария-нерезидента.

Возможность для депонентов иностранного депозитария выхода на биржевые торги. В систему клиринга и расчетов по сделкам, совершенным на ГФБ, помимо Центрального депозитария, входят 10 независимых регистраторов и 4 коммерческих расчетных банка. В качестве расчетных банков ГФБ совместно с Центральным депозитарием выбрали 4 крупнейших грузинских коммерческих банка: Банк Грузии (*Bank of Georgia*), Ти-Би-Си Банк (*TBC Bank*), Объединенный Грузинский Банк (*United Georgian Bank*) и Банк Карту (*Kartu Bank*).

Согласно правилам каждая брокерская компания, имеющая право торговли на ГФБ и являющаяся членом Центрального депозитария, обязана открыть счет в каждом из перечисленных выше расчетных банков. Более того, один счет открывается для собственных денежных средств, а второй — для денежных средств своих клиентов. В каждом банке аналогичные счета открывает Центральный депозитарий: один — для собственных денежных средств, другой — для денежных средств своих членов и их клиентов. В Центральной депозитарии брокер также открывает один счет для ценных бумаг, принадлежащих ему на праве собственности, и по одному счету для каждого из своих клиентов. То есть брокеры не открывают в Центральной депозитарии корреспондентских счетов типа омнибус, а ведут сегрегированный учет ценных бумаг своих клиентов на субсчетах в Центральной депозитарии. Система торгов ГФБ построена на 100%-ном депонировании необходимых активов, что позволяет Центральному депозитарии гарантировать исполнение заключаемых на ГФБ сделок.

Действующее законодательство и правила депозитарной деятельности не препятствуют открытию счета иностран-

ного депозитария, в том числе и как члена Центрального депозитария. Последнее означает, что иностранный депозитарий в качестве члена может открыть целую структуру субсчетов для своих клиентов. Если клиенты депозитария-нерезидента принимают участие в торгах на ГФБ, то предназначенные для этого денежные средства должны быть переведены на счет ЦДЦБГ, открытый в соответствующем банке. ЦДЦБГ учитывает выставленные на торги ГФБ ценные бумаги и деньги, депонированные для осуществления торгов в одном из четырех расчетных банков. В торгах на ГФБ могут участвовать только брокерские компании, зарегистрированные в соответствии с грузинским законодательством. То есть, чтобы участвовать в торгах, надо стать клиентом брокера и перед торгами перевести свои бумаги на его счет в ЦДЦБГ. Таким образом, в настоящий момент для участия нерезидента, хранящего свои бумаги на корреспондентском счете депозитария-нерезидента в ЦДЦБГ, в торгах на ГФБ необходимо перед торгами перевести свои бумаги на счет брокера. Купленные брокером для нерезидента ценные бумаги должны быть переведены со счета брокера на счет депозитария-нерезидента в ЦДЦБГ. Таким образом, хотя непосредственно биржевые операции с бумагами, хранящимися на счете депозитария-нерезидента в ЦДЦБГ, невозможны, но торги на бирже доступны путем переводов между этим счетом и счетами брокеров.

Центральный депозитарий предоставляет своим клиентам возможность проведения сделок на основе принципа «поставка против платежа».

Законодательство Грузии не содержит запретов на открытие ЦДЦБГ, а также банками и брокерами корреспондентских счетов за рубежом.

В действующем законодательстве не отражена проблема раскрытия информации депозитарием-нерезидентом о своих депонентах по запросам Центрального депозитария.

Иностранный депозитарий подлежит постановке на налоговый учет.

Центральный депозитарий Грузии имеет возможность напрямую перечислять доходы депонентам иностранного депозитария.

Грузия является участником Конвенции **об избежании двойного налогообложения**. Для использования возможности применения Конвенции необходимо подать соответствующие документы в Налоговую инспекцию. ■

⁴ Продолжение обзора фондовых рынков и депозитарных систем стран — участниц АЦДЕ читайте в следующем номере журнала «Депозитарии».



МАРТИН ТРЮБ (MARTIN TRÜB)

Департамент стратегии и исследований группы SIS

СВОБОДА ВЫБОРА ПОСТАВЩИКА ИНФРАСТРУКТУРНЫХ УСЛУГ — ШВЕЙЦАРСКАЯ ИДЕЯ?

Автор является членом команды по стратегии и исследованиям группы SIS. Он играл активную роль в создании каналов междепозитарного взаимодействия, упомянутых в статье, и содействовал разработке Европейского кодекса поведения по клирингу и расчетам (EUROPEAN CODE OF CONDUCT FOR CLEARING AND SETTLEMENT, CoC).

ФОНДОВЫЙ РЫНОК ШВЕЙЦАРИИ, КРАТКИЙ ОБЗОР

Рынок швейцарских акций является 5-м по величине рынком Европы по капитализации. Швейцарские акционерные компании включают Nestle, Novartis, Roche, UBS, Credit Suisse, Zurich Financial Services, ABB, Syngenta и Adecco. Это международные компании с акционерами в различных странах.

Ориентация крупных швейцарских компаний на международный рынок отражается на инфраструктуре, используемой для торгов, клиринга и расчетов по швейцарским ценным бумагам. Это открытая инфраструктура, которая включает как швейцарских, так и иностранных поставщиков услуг. Компании с швейцарским или частично швейцарским капиталом включают следующие инфраструктурные организации:

- *Virt-x* — биржа, в листинг которой включены акции крупнейших швейцар-

ских компаний (акции, входящие в швейцарский рыночный индекс — *SMI* и швейцарский индекс лидеров — *SLI*). *Virt-x* — признанная инвестиционная биржа, базируется в Лондоне и регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору (Великобритания).

- Швейцарская биржа (*SWX Swiss Exchange*) — биржа, на которой торгуются различные инструменты, включая акции небольших швейцарских компаний, швейцарские и иностранные облигации, инвестиционные фонды, торгуемые индексные фонды и др. Биржа является швейцарской компанией, подчиняется швейцарскому праву и регулированию. Бирже принадлежит *virt-x*.

- *Eurex* — биржа, на которой торгуются опционы и фьючерсы на швейцарские и международные ценные бумаги. *Eurex* — одна из крупнейших бирж в мире по торговле производными инструментами. Владельцами биржи совместно являются *Deutsche Börse AG* и Швейцарская биржа.

- *Scoatch* — биржа по торговле производными инструментами на ценные бумаги. Как и в случае с *Eurex*, владельцами биржи совместно являются *Deutsche Börse AG* и Швейцарская биржа.

- *SIS x-clear* — центральный контрагент (CCP) для сделок, проведенных на *virt-x* и Швейцарской бирже. Является назначенным центральным контрагентом для Лондонской фондовой биржи согласно новому концепту конкурентного клиринга.

- *SIS SegalInterSettle* — швейцарский центральный депозитарий (CSD), который также является международным центральным депозитарием (ICSD).

ОТКРЫТАЯ ИНФРАСТРУКТУРА, ПРЕДВОСХИТИВШАЯ ЕВРОПЕЙСКИЙ КОДЕКС ПОВЕДЕНИЯ

Центральный контрагент (*SIS x-clear*) и центральный депозитарий (*SIS SegalInterSettle*) являются высокопродуктивными



поставщиками услуг, которые много лет сотрудничают и конкурируют с иностранными центральными контрагентами и центральными депозитариями. Такой вид сотрудничества и конкуренции недавно получил широкое признание через Европейский кодекс поведения по клирингу и расчетам.

Кодекс поведения подразумевает добровольное принятие определенных обязательств европейскими инфраструктурными организациями, конечная цель которых — предоставить участникам рынка «свободу выбора предпочтительного поставщика услуг отдельно на каждом уровне обработки сделки (торговля, клиринг и расчеты) и упразднить понятие трансграничный». Швейцария предоставила эту свободу впервые почти 10 лет назад и с того времени постоянно совершенствовала свои предложения. Таким образом, они могут считаться настоящими пионерами в интеграции европейских рынков.

Это несколько неожиданно, учитывая, что Швейцария известна как единственная страна Западной Европы, которая не входит ни в Европейский союз, ни в Европейскую экономическую зону. Однако, как было отмечено выше, это не мешает швейцарским компаниям и швейцарской инфраструктуре действовать на международном уровне.

Вот некоторые факты, доказывающие это:

- *virt-x* предоставляет своим членам свободный выбор между двумя центральными контрагентами и тремя центральными депозитариями для проведения клиринга и расчетов по их сделкам;

- *SWX Swiss Exchange* предоставляет свободу выбора между тремя (международными) центральными депозитариями

для проведения расчетов по еврооблигациям;

- членам *Eurex* предоставлена свобода выбора между двумя центральными депозитариями для проведения расчетов.

SIS SEGALINTERSETTLE В ЦЕНТРЕ СОБЫТИЙ

Общеизвестно, что предоставление свободного выбора между поставщиками услуг не так просто, как может показаться. Для этого необходимы безопасные и надежные каналы взаимодействия между поставщиками услуг, и создание таких каналов все еще является сложной задачей, так как не существует стандартного способа (снятие барьеров *Джиованнини* может изменить ситуацию в ближайшем будущем, по крайней мере, на уровне центральных депозитариев).

Швейцарская инфраструктура смогла справиться с этой задачей не в последнюю очередь благодаря многолетнему опыту *SIS SegalInterSettle* в качестве глобального кастодиана, который унаследовал *SIS x-clear*.

Как подсказывает название, *SIS SegalInterSettle* является результатом слияния в 1999 г. компании *SEGA*, на протяжении 30 лет являющейся швейцарским центральным депозитарием, и *InterSettle*, глобальным кастодианом с более чем 10-летней историей. Две компании были близко связаны еще до слияния, являясь собственностью швейцарских банков и используя единую расчетную платформу *SECOM*.

В настоящее время *SIS SegalInterSettle* предоставляет своим клиентам услуги по проведению расчетов и учету ценных бумаг более чем 50 рынков по всему миру.

Иностранные ценные бумаги составляют примерно 20% от общей стоимости ценных бумаг на хранении. Большинство каналов взаимодействия *SIS SegalInterSettle* установлено с субкастодианами, но некоторые являются прямыми каналами с центральными депозитариями.

У *SIS SegalInterSettle* имеется банковская лицензия, и компания предоставляет кредитование для поддержки бизнеса по трансграничным ценным бумагам. Когда Швейцария решила создать собственный центральный контрагент для клиринга сделок на *virt-x*, было естественно воспользоваться существующим опытом *SIS SegalInterSettle* по управлению рисками. Поэтому *SIS x-clear* стала аффилированной компанией с *SIS SegalInterSettle*. Таким образом, технология по управлению рисками в международных связях стала доступна одновременно центральному депозитарию и центральному контрагенту.

ДЕСЯТИЛЕТНЯЯ ИСТОРИЯ СВОБОДНОГО ВЫБОРА

Первый прямой канал взаимодействия с центральным депозитарием был установлен *SIS SegalInterSettle* в 1998 г. с *Clearstream Banking Frankfurt (CBF)*. В то время установление междепозитарного взаимодействия было главным образом вызвано созданием *Eurex* — германо-швейцарской биржи по торговле производными инструментами. Главной целью данного канала было предоставление членам *Eurex* возможности выбора проведения расчетов на условиях поставки против платежа (ППП) по сделкам, возникающим в результате исполнения опциона, в *CBF* или в *SIS SegalInterSettle*. В настоящее время *SIS SegalInterSettle*

НДЦ поздравляет с Днем рождения

ЗАО ИК «Элтра»

Уважаемые коллеги!

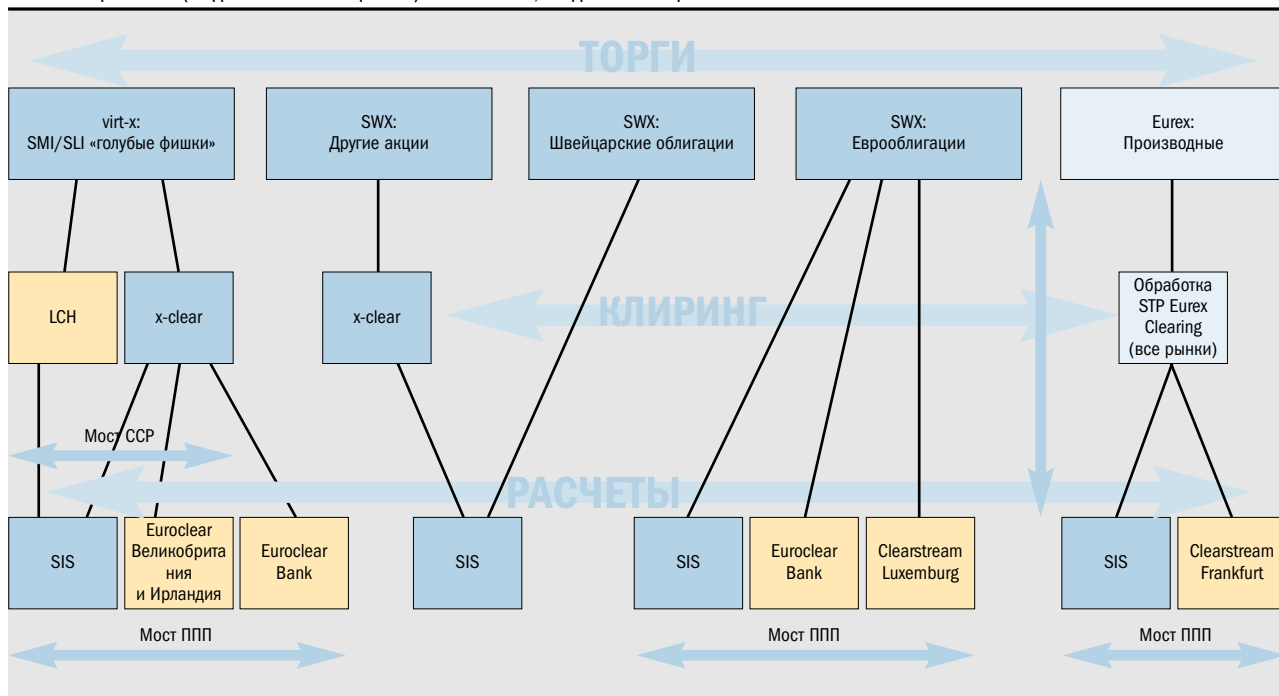
Вы работаете в компании, которая зарекомендовала себя в качестве надежного и профессионального партнера и приобрела заслуженное признание на российском рынке и за рубежом.

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

Пусть вам всегда и во всем сопутствует удача!



ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ СВЯЗИ *VIRT-X*, *SWX* И *EUREX*, КОТОРЫЕ ПОЗВОЛЯЮТ СДЕЛАТЬ ВЫБОР МЕЖДУ ШВЕЙЦАРСКИМИ (ВЫДЕЛЕНА ГОЛУБЫМ ЦВЕТОМ) И НЕ ШВЕЙЦАРСКИМИ (ВЫДЕЛЕНА ЖЕЛТЫМ ЦВЕТОМ) КОМПАНИЯМИ, ПРЕДОСТАВЛЯЮЩИМИ УСЛУГИ ПО КЛИРИНГУ И РАСЧЕТАМ



проводит расчеты не только по исполненным опционами, но и по сделками с немецкими ценными бумагами, используя прямой канал взаимодействия с *CBF*.

Теоретически прямые каналы взаимодействия должны быть особенно экономически эффективными. На практике это подтверждается в случае каналов взаимодействия, инициированных *SIS SegalInterSettle*, например, проведение расчетов по сделкам на немецкой бирже *Xetra* при использовании сквозной обработки данных стоит всего 60 евроцентов (1 швейцарский франк).

Спустя год, в 1999 г., были установлены междепозитарные отношения с *Clearstream Banking Luxembourg (CBL)*. В этот раз мотивацией послужило начало торгов еврооблигациями на платформе швейцарской биржи. Новый канал с *CBL* с самого начала был интегрирован с уже существующим каналом (мостом) между *CBL* и *Euroclear Bank*. Это дало контрагентам по сделкам возможность выбора проводить расчеты в *SIS SegalInterSettle*, *CBL* или *Euroclear*. В сегодняшней терминологии Европейского кодекса поведения канал между *SIS SegalInterSettle* и *CBL* является типичным примером «стандартизированного одностороннего доступа».

Тесное сотрудничество трех международных центральных депозитариев для проведения расчетов по еврооблигациям потребовало создания маршрутизатора (*Router*). Маршрутизатор устанавливает предпочтительное место для

проведения расчетов участников, исходя из статических данных, и в соответствии с этим формирует поручение на проведение расчетов. На основе соответствующих доверенностей он высылает поручения определенному (международному) центральному депозитарию. Поручения могут быть как внутренними, так и трансграничными в зависимости от того, проводит контрагент расчеты в том же международном центральном депозитарии или нет.

Вскоре к маршрутизатору были добавлены новые центральные депозитарии. В 2001 г. начала проводить операции *virt-x*, с самого начала предоставляя выбор между тремя местами расчетов: *SIS SegalInterSettle*, *Euroclear* Великобритании и Ирландии, и *Euroclear Bank*. Не нужно говорить, что для расчета поручений маршрутизатора необходимо было наличие каналов междепозитарного взаимодействия с возможностью проведения расчетов на условиях ППП. Большинство из этих каналов были уже созданы к тому времени, кроме стандартизированного одностороннего доступа, который необходимо было построить *SIS SegalInterSettle* с *Euroclear Bank*.

Сначала *virt-x* проводила операции без центрального контрагента, но это изменилось в 2003 г., когда центральные контрагенты — *LCH.Clearmet Ltd* и *SIS x-clear* — начали проводить клиринг по сделкам, совершенным на *virt-x*. Опять же у членов биржи был выбор, в каком из двух центральных контрагентов проводить клиринг.

Все конструкции, изображенные на рисунке, имеют общие характерные особенности, которые стали краеугольным камнем Кодекса поведения:

- свободный выбор клиринговой и расчетной организации;
- сквозная обработка данных от проведения торгов до расчетов;
- операционное взаимодействие между центральными контрагентами;
- прямые каналы взаимодействия между международными центральными депозитариями на условиях ППП.

ГОТОВНОСТЬ ПРИНЯТЬ ЕВРОПЕЙСКИЙ КОДЕКС ПОВЕДЕНИЯ

Три инфраструктурные организации (*virt-x*, *SIS x-clear* и *SIS SegalInterSettle*) принимали активное участие и внесли свой международный опыт в создание Кодекса поведения. Все 3 организации подписали Кодекс, так же как и швейцарская биржа.

Как это ни парадоксально, Кодекс с момента подписания получил больше влияния в Швейцарии, а не в ЕС, где он был инициирован. Когда швейцарские инфраструктурные организации объявили о планах слияния в 2007 г., Швейцарская федеральная комиссия по конкуренции дала свое согласие только при условии соответствия Кодексу. Другими словами, соответствие Кодексу поведения в Швейцарии является требованием регулятора, тогда как в ЕС это является добровольным обязательством. ■



Олег Вьюгин
Председатель Совета директоров «МДМ-Банка»

ФОНДОВЫЙ РЫНОК СОЗДАН В ЭТИ ГОДЫ С НУЛЯ

В декабрьском номере уходящего года мы предлагаем Вам воспоминания человека, внесшего существенный вклад в формирование климата финансового доверия и прозрачности, усилиями которого созданы благоприятные условия для дальнейшего развития и совершенствования рынка ценных бумаг России, поистине знаковой фигуры российского фондового рынка — Олега Вьюгина. Он поделился своими воспоминаниями для книги «История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы», выпущенной НДЦ и Автономной некоммерческой организацией «Экономическая летопись» (авторы-составители Николай Кротов и Олег Никульшин)¹.

За два года интенсивных дискуссий мы прошли сложный путь к единому пониманию того, как следует в России создавать центральный депозитарий. Принятое решение оставляет свободу собственникам существующих инфраструктур распоряжаться ими, но одновременно создает серьезные стимулы для консолидации их деятельности. Когда наши предложения будут приняты участниками рынка, двигаться придется всем. Работа по созданию центрального депозитария неизбежно вызовет реформу всей инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Долгое время государственная служба для меня не представляла большого интереса. С советских времен осталось четкое представление об ее идеологизированности, необходимых для продвижения партийности и несения других не связанных с профессией «нагрузок».

Тем не менее ситуация менялась и в 1993 г. по приглашению тогдашнего министра Б. Федорова я пришел в Министерство финансов, став начальником департамента макроэкономической политики. Тогда мне еще практически не приходилось сталкиваться с рынком ценных бумаг. Я занимался вопросами макроэко-

номической политики и макроэкономическими прогнозами. Более-менее четко я стал представлять себе этот рынок после того, как в феврале 1996 г. стал заместителем Министра финансов.

«По неофициальной информации, Олег Вьюгин был назначен новым заместителем министра финансов по рекомендации министра. Предполагается, что в его обязанности будет входить курирование вопросов макроэкономической политики и развития рынка государственных ценных бумаг, которые ранее находились в ведении Андрея Казьмина, ставшего президентом Сбербанка. Это назначение давно ожидалось, поскольку Вьюгин составлял весьма качественные прогнозы экономического развития страны» (Действующие лица, первые жертвы предвыборной кампании президента // Коммерсантъ 1996. 13 февраля).

В этот период непростые отношения между регуляторами фондового рынка (Федеральной комиссии по ценным бумагам и Центральным банком РФ) достигли самого пика конфликта. Основную часть времени я продолжал заниматься бюджетом, курирование фондового рынка было для меня новой темой, и я согласился

взять ее на себя только потому, что директором департамента ценных бумаг была Белла Ильинична Златкис. И я прекрасно понимал, что с этим человеком у меня с фондовым рынком проблем не будет. Мы постоянно беседовали с ней, после этого у меня сложилась полновесная картина складывающегося рынка.

«А. Чубайс: "На сегодня, таким образом, у нас в стране остается единственный — и последний — масштабный финансовый рынок с высокой, фантастически высокой доходностью. Могу признаться, если уж на то пошло, что ноябрьский всплеск доходности этого рынка до сверхвысоких параметров — 9% в месяц — был сознательным экономическим маневром, связанным с политическими условиями...»

Мы в разы увеличим доступ ресурсов на рынок ГКО, используя не только внутренние, но и внешние источники. Это же кем нужно быть, чтобы не использовать в своих целях сложившуюся сегодня фантастически выгодную ситуацию? Есть 9% доходности на ГКО, и есть стопроцентно надежный коридор. Это означает, что при доступе на рынок ГКО иностранцев они получают гарантированные 9% в валюте в месяц. Они просто

¹ Текст подготовлен Н. Кротовым





трясутся, ожидая этого момента» (Привалов А. Анатолий Чубайс: в 1996 г. мы обречены на экономический рост // Эксперт 1995. 11 декабря).

А несколько раньше, осенью 1995 г. в качестве члена правительственной комиссии по экономической реформе я готовил доклад по оценке рисков роста государственных заимствований посредством выпуска ГКО. Смоделировав рынок, мы хотели установить примерное время возможного дефолта либо появления очень высокой инфляции — другой альтернативы, я уверен, у нас не было в случае, если характер бюджетной политики изменить не удастся. Этой точкой по нашим расчетам оказался конец 1998 г. Я выступил перед комиссией с докладом, показывал графики и продемонстрировал проведенный нами анализ. Помнится, после моего доклада А. Б. Чубайс после тягостного молчания сказал: «Ну, Вы нас порадовали!» Однако приближались президентские выборы (назначенные на июль 1996 г.) и задача их финансового обеспечения (необходимо было погасить задолженность по пенсиям, по заработной плате и т. п.) была приоритетной. Так что решение проблемы возможного дефолта отложили до лучших времен. Тем более что налоги тогда как следует не собирались, в экономике было засилье зачетов и бартера, так что рынок ГКО был вторым по значимости источником живых денег для бюджета. Соответственно, нужны были все новые и новые инвесторы, а не выводы нашей комиссии.

«Министерство финансов чуть было не организовало настоящий переворот на финансовых рынках. Замминистра Олег Вьюгин сообщил о надвигающемся долговом кризисе: «Проблема внутреннего долга РФ не в размере, а в стоимости обслуживания, поскольку реальный процент доходности по ценным бумагам существенно выше, чем реальный рост экономики. Последний вообще отсутствует, а доходность по ценным бумагам высокая. Государство движется к долговому кризису, т. е. к ситуации, когда внутренних сбережений недостаточно для покрытия внутреннего долга. Уже в декабре 1998 г. можно говорить о долговом кризисе». По сообщению агентства Reuter, эти тезисы г-н Вьюгин огласил, выступая на совещании по проблемам финансового рынка» (Григорьев А. Минфин припугнул страну долговым кризисом // Сегодня 1996. 19 декабря).

Впервые серьезно с текущими проблемами регулирования рынка ценных бумаг я столкнулся в период конфликта зампреда ЦБ Андрея Андреевича Козлова с главой ФКЦБ Дмитрием Валерьевичем Васильевым.

Анатолий Борисович Чубайс решил тогда разобраться в их разногласиях. У регуляторов были разные взгляды на развитие инфраструктуры рынка, лицензирования его участников. Одним из острейших вопросов было предложенное Васильевым запрещение совмещения различной деятельности на рынке. 18 декабря 1996 г. ФКЦБ выпустила соответствующее временное положение «О лицензировании брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг». После 22 апреля 1997 г. (через год со дня вступления в силу закона «О рынке ценных бумаг») все банки из-за отсутствия у них лицензии ФКЦБ, согласно этому положению, не могли работать на фондовом рынке. Более того, по новым правилам, лицензироваться должен был каждый вид деятельности на рынке ценных бумаг. В положении была установлена и раздельная система лицензирования для работы с государственными и негосударственными ценными бумагами.

На это Центральный банк отреагировал крайне отрицательно, запрещение затрагивало интересы подведомственных ему банков и его структуры — ММВБ. Для начала было проведено несколько совещаний по урегулированию конфликта с Чубайсом, и только после этого, не выдержав, он сказал: «Все, пусть этим занимается Министерство финансов!» Тогда уже я собрал противников у себя в министерстве. На совещании присутствовали: Д. Васильев, А. Козлов, М. Алексеев, Б. Златкис и я. Мероприятие получилось очень эмоциональным. Было много криков. До сих пор помню возмущенного Козлова, заявлявшего по какому-то поводу: «Все, хватит, вот этого не будет!» Но после совещания появилось примирительное письмо, Васильев снял многие позиции, не приемлемые для Центрального банка.

«Представители ЦБ РФ и Минфина открыто заявляют о необходимости лишить

ФКЦБ части полномочий, данных ей Президентом России для регулирования и контроля за российским рынком ценных бумаг. В частности, Олег Вьюгин из Минфина и Сергей Егоров из АРБ предлагают при разрешении участия банков на фондовом рынке передать права лицензирования и контроля за их деятельностью от ФКЦБ к ЦБ РФ. При этом ФКЦБ сможет в нормативных рамках регулировать деятельность банков на фондовом рынке только через ЦБ РФ» (Кашлев С. Банки рвутся на фондовый рынок // Независимая газета 1977. 19 марта).

«Помимо прочего, Олег Вьюгин отметил, что Закон о рынке ценных бумаг дает слишком большие полномочия ФКЦБ. По словам замминистра, этот вопрос необходимо урегулировать на законодательном уровне». (Тягай С. Финансисты просят помощи у президента // Коммерсантъ 1997. 15 марта).

29 мая 1997 г. давний спор между Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг и Центральным банком был разрешен. Дмитрий Васильев, зампред ЦБ Сергей Алексашенко и я подписали протокол, закрепляющий разделение полномочий по регулированию фондового рынка. Ставя подпись под этим документом, Дмитрий Васильев фактически соглашался с правом Центрального банка лицензировать коммерческие банки — участников рынка ценных бумаг. Разрешалось и совмещение разных видов деятельности на рынке ценных бумаг, против чего ранее выступала ФКЦБ. К регулированию рынка ценных бумаг теперь официально подключилось и Министерство финансов. Хотя нельзя сказать, что до этого Минфин не участвовал в этой работе. Белла Ильинична Златкис много сил и опыта отдавала проблемам фондового рынка.

16 сентября 1997 г. вышел подготовленный Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг Указ Президента РФ «Об

СПРАВКА

1980–1989 — Старший научный сотрудник, затем завсектором ВНИИ по изучению спроса населения и конъюнктуры торговли.

1989–1992 — Ведущий научный сотрудник, заведующий лабораторией Института народнохозяйственного прогнозирования.

1993–1995 — Руководитель департамента макроэкономической политики Министерства финансов РФ.

1996–1999 — Заместитель, затем первый заместитель Министра финансов.

1999–2002 — Главный экономист, вице-президент инвестиционной компании «Тройка Диалог».

2002–2004 — Первый заместитель председателя Центрального банка РФ.

2004–2007 — Руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам.

2007 — настоящее время — Председатель Совета директоров «МДМ-Банка».



обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации». В нем говорилось: «Согласиться с предложением правительства о создании национальной депозитарной системы, включающей в себя Центральный депозитарий». Однако в указе была некая двусмысленность: оказалось, что создается не центральный депозитарий, а центр хранения. Многие расценили это как попытку составления досье на всех участников рынка, пусть даже в хорошем понимании этого слова. Все права собственности должны были храниться в одном месте. С одной стороны, это было позитивным шагом. Но, с другой стороны, вспомним обстановку того времени: права собственности были абсолютно непрозрачными, и истинные владельцы ценных бумаг старались не светиться по многим причинам. Поэтому участники рынка увидели в этом посягательство на их интересы, со стороны как государства, так и рейдеров.

Как расчетный депозитарий для биржевых сделок указанный «Центральный депозитарий» в то время не провозглашался. Сегодня мы, безусловно, говорим уже о другом центральном депозитарии, который будет являться единым расчетным депозитарием для всех биржевых сделок. Его создание имеет целью обеспечить концентрацию ликвидности торгуемых ценных бумаг в одном расчетном депозитарии.

Идея создания центра хранения не решила бы инфраструктурных проблем и в атмосфере передела собственности выглядела как попытка государства наложить «лапу» на этот непростой процесс. К тому же выбор к тому времени уже был сделан: права собственности учитывали регистраторы, а кастодиальные депозитарии хранили эти права. Создавая простой дубликат информации о правах собственности, государство вряд ли смогло бы пресечь все злоупотребления, связанные с неправомерными действиями регистраторов, судов или органов управления самих эмитентов.

РЕЙДЕРСТВО — НОРМА ЖИЗНИ?!

В 1990-х гг. перераспределение прав собственности шло через приватизацию либо путем искусственного банкротства. После начала активной борьбы с псевдобанкротствами, к 2000 г. удалось перекрыть все лазейки в этой области. Тогда основным способом перераспределения прав собственности стало использование лазеек в учетной системе прав собственности на ценные бумаги. Появились классические рейдеры, которым нужна инфор-

мация о реальных собственниках, для того чтобы либо скупить акции, либо сразу провести альтернативное собрание, подготовив альтернативные реестры, и т. д.

Проблема использования учетной системы с целью рэйдерства не сосредоточена в одном каком-то месте. Во-первых, опыт показывает, что, как правило, в этот процесс втянуты коррумпированные судьи, принимающие неправомерные решения. Сейчас готовятся изменения в корпоративном праве, сокращающие возможности такой практики. В частности, скоро должен быть принят закон, по которому рассмотрение корпоративных споров может проходить только на территории, где зарегистрировано акционерное общество. Делается попытка перевести все корпоративные споры в специализированные арбитражные суды, занимающиеся разбором корпоративных конфликтов. Думаю, тогда можно будет существенно уменьшить риски, связанные с рэйдерством.

Кроме вышесказанного существуют пробелы в самих нормативных документах, которые регламентируют действия регистраторов. Конечно, ситуация по сравнению с серединой 1990-х гг. сильно изменилась. Вместо нескольких сотен осталось только 78 компаний, ведущих реестры акционеров. Возникло ядро регистраторов, принявших стратегию ведения честного бизнеса. Но есть и регистраторы, которых мы знаем, участвовавшие в очевидных, противоправных действиях. Их в свое время не схватили за руку. Во многом потому, что довольно сложно наказать регистратора, так как полномочия по приостановлению и лишению лицензий у нас весьма ограничены. Когда дело доходит до суда, он требует предъявления доказательств о неоднократных зафиксированных нарушениях, хотя обнаруженное нарушение вопиющее.

Законом о центральном депозитарии будет оговорено, что выписка из центрального депозитария подтверждает право собственности на ценные бумаги. При этом в законе «О рынке ценных бумаг» прописывается процедура урегулирования расхождения данных по количеству ценных бумаг по счетам в депозитарии и у регистратора. Это существенно повысит уровень защиты прав собственности на торгуемые ценные бумаги.

Учитывая, что все революции вредны, изменения в этой сфере должны быть чрезвычайно продуманны. Для нас, как регулятора фондового рынка, самым важным является надежность системы учета прав собственности по бумагам, участвующим в торгах, ее соответствие международным стандартам. В этом смысле соз-

дание центрального депозитария в том виде, в котором мы его видим, приведет к необходимому изменению учетной системы и увеличению доверия к ней.

Централизация учета прав собственности по сделкам с ценными бумагами на биржах обеспечивается уникальным правом Центрального депозитария открывать счета номинального держания в реестрах по ценным бумагам, имеющим проспект.

Остальные депозитарии по ценным бумагам, имеющим проспект, могут выступать только в роли кастодианов, которые получают право открывать счета номинального держания в Центральном депозитарии.

Законом допускается переходный период, в течение которого может действовать несколько центральных депозитариев. Сейчас существует два самых крупных депозитария, практически соответствующих необходимым для ЦД параметрам, — это Депозитарно-Клиринговая Компания (ДКК) и Национальный депозитарный центр (НДЦ). Законом предусмотрено, что депозитарии открывают друг другу счета лоро и ностро и обеспечивают бесплатное и недискриминационное движение бумаг между собой. Это означает, что если у меня есть счет только в НДЦ и я торгую на РТС, то у меня есть беспрепятственная возможность привлечь бумагу, учитываемую в НДЦ для совершения сделки на РТС. В результате либо произойдет специализация (например, на срочный рынок и спот-рынок, как это произошло в Бразилии), либо пойдет эволюционный процесс создания единых биржи и центрального депозитария. Время само рассудит! Наша же цель — сосредоточить ликвидность по торгуемым ценным бумагам в одном месте. Это выгодно всем.

ДЕФОЛТ

После объявления дефолта 1998 г. сразу наступил период судорожной подготовки документов для законодательного оформления принятого решения. После этого было создано две группы: во главе с премьером М. М. Касьяновым по вопросам новации долга по ГКО-ОФЗ перед нерезидентами и группа под моим началом по новации этого же долга перед резидентами Российской Федерации. Соответственно, были рабочие комитеты иностранных кредиторов и внутренних кредиторов.

Вся чрезвычайно напряженная осень 1998 г. ушла на сложные переговоры.

Как я уже говорил, по всем расчетам дефолт должен был произойти в конце 1998 г., но не учли один фактор. Этим



фактором являлось то, что многие российские банки сделали значительные займы в иностранной валюте, конвертировали их в рубли и вкладывали в ГКО-ОФЗ. В качестве залога валютным кредитам они использовали «взбовки» (суверенный долг, номинированный в иностранной валюте). Естественно, по таким займам стояли *margin call*. То есть если стоимость залога падала, то банки должны были доносить дополнительные бумаги или живые деньги, чтобы поддерживать размер залога. Так как рыночная стоимость российских суверенных долговых обязательств и по ГКО, и по «взбовкам» стала неуклонно снижаться, банки оказались перед необходимостью поддерживать стоимость залога путем перевода денег от продажи ГКО, цена которых от этого еще более падала, и размер *margin call* возрастал.

Когда стоимость российского долга стала неуклонно падать, банкам нужно было срочно изыскивать средства, и в какой-то момент кредиторы стали отказываться в поддержке тем из них, у кого образовалась нехватка ресурсов. По сути, кризис начался с того, что Столичный банк сбережений (СБС) для поддержки залога вынужден был реализовать 10 августа крупный пакет «взбовок». Залоги других банков стали стремительно падать, и банки вынуждены были продавать пакеты ГКО-ОФЗ, чтобы срочно получить наличные и закрыть свои обязательства. Это заметили все, и на рынке началась паника.

Проблемой, усугубившей ситуацию, стал уровень сбора налогов. Он был тогда около 19–20 млрд руб. в месяц. Если бы удалось собрать хотя бы 30 млрд, тогда выход из ситуации возникал.

Была сделана попытка перенести решение проблемы далеко вперед путем трансформации части краткосрочного государственного долга в долгосрочный, номинированный в иностранной валюте.

Эта попытка была осуществлена летом 1998 г. с помощью компании «Голдман Сакс», путем конвертации краткосрочного долга по ГКО-ОФЗ в долгосрочный долг, выраженный еврооблигациями. Также был расчет на то, что МВФ предоставит большой кредит, порядка 10–15 млрд долл., примерно на те же цели — снятие напряжения, превращение части долга краткосрочного в долгосрочный. И, наконец, уже в августе готовилась сделка с инвестиционно-финансовой группой «Мэрил Линч» по конвертации еще большего куска долга по ГКО, около 10 млрд долл.

К концу июля удалось также, пройдя через тяжелые переговоры, получить кре-

дит МВФ. Если бы удалось сделать все, что планировали, проблема была бы отнесена на более позднее время. Отнесена, но не решена. Так как для ее решения требовалось в первую очередь начать собирать налоги. Но для этого нужно было перейти к более гибкой политике обменного курса.

Можно ли было пойти по пути перехода к политике плавающего валютного курса рубля к доллару? Это вызвало бы высокую инфляцию, связанную с ней эмиссию, и в результате все каналы денежного обращения были бы быстро заполнены. Очевидно, удалось бы оживить денежную систему, поднять ее ликвидность. Тогда появились бы возможности собирать налоги.

Но девальвация рубля и последующая инфляция оказались бы серьезным испытанием для властей. Отказ от «валютного коридора» также был чреват срывом рынка внутреннего долга, потому что он держался на гарантии того, что курс гарантирован. Получалось, что налево пойдешь — смерть обретишь, направо — жизнь потеряешь. Поэтому пошли прямо — объявили дефолт.

ЗАКОН ОБ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ

Дело в том, что Закон о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг (в котором идет речь о противодействии использованию инсайдерской информации) — закон о дефинициях, полномочиях и санкциях, и поэтому его судьба всегда связана с уровнем доверия регулятору. В современном законопроекте есть определения, гораздо более конкретные по сравнению с аналогичной европейской директивой (*Market Abuse Directive*). Однако санкции против недобросовестного использования такой информации, предусмотренные нашим законопроектом, на порядок мягче, чем в директиве ЕС. Список признаков манипулирования ценами у нас закрытый, в ЕС он открыт и оставлен на усмотрение регулятора.

Законопроект предоставляет регулятору право проводить административное расследование — сбор информации, в том числе путем опроса лиц, причастных к сделке. Брокер указал на клиента, запросили объяснения от клиента и т. д. Регулятор получает право запросить письменное объяснение. Если гражданин отказывается, значит, он нарушает закон. Объяснения лягут в основу протокола, который может быть использован в суде.

В случае низкого доверия к регулятору, повторяю, такой закон провести трудно, сейчас положение иное и большинст-

во крупных участников рынка однозначно сказали, что этот закон поддержат. Подготовили свои замечания, но вместе с тем дали положительные оценки саморегулируемые организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (НАУФОР) и «Национальная фондовая ассоциация» (НФА). Законопроект в 2007 г. внесен в правительство, и мы ожидаем его рассмотрения и внесения в Государственную Думу.

Если говорить о том пути, который прошли российские экономика и рынок на рубеже 1990-х — 2000-х гг., то, конечно, можно уверенно сказать, что был сделан огромный рывок вперед. Если же говорить о фондовом рынке, то он вообще создан в эти годы с нуля. В 90-е был принят базовый закон о рынке ценных бумаг и созданы основы инфраструктуры. В 2000-х гг. фондовый рынок и финансовый рынок в целом стали играть присущую им роль — рыночного механизма трансформации сбережений в инвестиции. В этом году уже 40% инвестиций в основные активы российских компаний будут обеспечены финансовыми ресурсами, полученными на финансовом рынке. То есть не за счет собственных средств, а путем выпуска корпоративного долга с фиксированной доходностью или размещения акций. Это качественное изменение!

Меняется уже и психология населения как инвестора: все больше появляется людей, достаточно разумно пользующихся различными финансовыми инструментами с целью сохранения и увеличения реальной величины личных накоплений. То есть люди начинают понимать, что доход от акций и облигаций не результат чуда, а продукт развития экономики. И ты являешься участником этого экономического проекта.

Вместе с тем развитие институциональных инвесторов в нашей стране катастрофически отстает от потребностей корпоративного сектора. Крупным источником длинных инвестиционных денег для отечественной экономики могла бы стать система ОПС, но ее урезали до незначительного уровня, исключив из пенсионной реформы наиболее активную часть трудящихся, а правила инвестирования сформулировали так, что сохранить реальную величину накоплений в ОПС пока не удастся. В результате мы закачиваем деньги в Стабфонд, инвестируем его за рубежом, вместо того чтобы копить будущую пенсию и одновременно получить длинный ресурс для инвестиций внутри страны. Мы предложили развивать корпоративные пенсионные системы, но не ощущаем поддержки идей со стороны ведомств, ответственных за это направление. ■

НДЦ ВЫСТУПИЛ СПОНСОРОМ КОНФЕРЕНЦИИ «ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ» В РАМКАХ IV ФЕДЕРАЛЬНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОРУМА

30–31 октября 2007 г. в Москве состоялся IV Ежегодный федеральный инвестиционный форум, организованный Советом Федерации Федерального Собрания РФ и журналом «Рынок ценных бумаг». Форум проводился при поддержке Администрации Президента России и Министерства экономического развития и торговли РФ с участием крупнейших представителей фондового рынка и его инфраструктуры, основных фондовых бирж России, ведущих банков, управляющих компаний, депозитариев, регистраторов, саморегулируемых организаций и объединений.

НДЦ выступил спонсором конференции «Инфраструктура рынка ценных бумаг», прошедшей в рамках форума. На конференции обсуждались вопросы повышения конкурентоспособности и проблемы консолидации инфраструктуры российского фондового рынка, другие актуальные моменты развития инфраструктуры. В конференции приняли участие: Руководитель ФСФР России Владимир Миловидов, руководители крупнейших российских компаний, представляющих финансовую инфраструктуру. Вел конференцию директор НДЦ Николай Егоров.

Руководитель ФСФР **Владимир Миловидов**, выступая на конференции, подчеркнул, что развитие инфраструктуры российского фондового рынка является приоритетным направлением работы Федеральной службы. Он отметил, что за последние годы инфраструктура отечествен-

ного рынка развилась и сейчас стала достойной того, чтобы обеспечивать интересы инвесторов на рынке. В частности, по мнению главы ФСФР, на российском фондовом рынке работают вполне эффективные механизмы защиты инвесторов, снижающие риски ущерба от деятельности недобросовестных участников. В. Миловидов сказал, что «элементы несовершенства» учетной системы российского рынка, существующие на сегодняшний день, «поправимы».

Директор НДЦ **Николай Егоров** в своем выступлении предложил обратить внимание на законодательные инициативы (создание Центрального депозитария, введение электронного документооборота, изменения в системе раскрытия информации), интеграцию инфраструктуры и стандартизацию, инициативы профессиональных ассоциаций и рабочих групп как факторы повышения эффективности российского рынка.

Директор НДЦ подчеркнул особую значимость использования международных стандартов при создании систем электронного документооборота на российском фондовом рынке, отметив при этом большой опыт НДЦ в адаптации внешних стандартов к российской практике, локализации международных систем. Говоря о возможности реализации схем сквозной обработки данных (*Straight Through Processing, STP*), Н. Егоров сказал: «С точки зрения интеграции россий-

ского фондового рынка в глобальную инфраструктуру тема адаптации внутреннего формата к международным стандартам сейчас наиболее животрепещущая, но вопрос о соответствии внутренних форматов рекомендациям международных стандартов — это не только наша, российская проблема, она существует у всех в мире».

На Федеральном инвестиционном форуме выступил также Заместитель директора НДЦ **Денис Соловьев**. На профессиональной конференции «Рынки ценных бумаг России и стран СНГ: сценарные пути развития и взаимодействия» Д. Соловьев рассказал о сотрудничестве центральных депозитариев стран постсоветского пространства в рамках Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ). Особо значимыми Д. Соловьев назвал вопросы правового регулирования рынков ценных бумаг стран — участниц АЦДЕ и установление возможности взаимодействия российских депозитариев с центральными депозитариями стран СНГ. Отдельно Д. Соловьев остановился на законопроекте о прямом доступе иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок. В ряду необходимых условий для обеспечения прав российских инвесторов и конкурентоспособности инфраструктуры финансового рынка Д. Соловьев назвал квалификацию иностранных ценных бумаг, признание международных кодов ценных бумаг *ISIN* и *CFI* и развитие технологий клиринга и расчетов. ■





НДЦ НА IX ВСЕРОССИЙСКОЙ КОНФЕРЕНЦИИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

21–22 ноября 2007 г. в Москве прошла IX ВСЕРОССИЙСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ «Фондовый рынок России: глобализация — эпоха перемен», организованная Институтом фондового рынка и управления (ИФРУ). НДЦ выступил организатором круглого стола «Перспективы централизации расчетно-клиринговой инфраструктуры», журнал «ДЕПОЗИТАРИУМ» — ИНФОРМАЦИОННЫМ СПОНСОРОМ КОНФЕРЕНЦИИ.



Галина Аксенова



Денис Соловьев



Эдди Астанин



Сергей Наумов

В рамках секции «Новые рынки. Российские депозитарные расписки. Иностранские ценные бумаги» выступила Начальник управления взаимодействия с торговыми, клиринговыми и расчетными системами НДЦ **Галина Аксенова**. В своем выступлении Г. Аксенова осветила вопросы выпуска и обращения российских депозитарных расписок (РДР). Было отмечено, что тема РДР — это не новое направление, а «хорошо забытое старое». В 1998 г. после «черного вторника» ФКЦБ во главе с Д. Васильевым подготовила проект Постановления «О мерах по преодолению кризиса на фондовом рынке Российской Федерации», посвященного выпуску российских депозитарных расписок, а также одновременно прямому доступу на рынок иностранных ценных бумаг. Тогда данный проект не был доведен до конца. В своем докладе Г. Аксенова подробно осветила особенности эмиссии и обращения РДР, определила основные барьеры дальнейшего продвижения РДР в России и вопросы, требующие решения.

Заместитель директора НДЦ **Денис Соловьев**, выступая по вопросу иностранных ценных бумаг в России, отметил, что «с технической точки зрения обеспечить обращение иностранных ценных бумаг не составляет большого труда. НДЦ организовал взаимодействие с центральными депозитариями стран СНГ и Европы. Достичь цели обеспечения ликвидности иностранных ценных бумаг на российских бир-

жах возможно в том случае, если инфраструктура фондового рынка будет предоставлять инвесторам возможности для торговли иностранными ценными бумагами, сравнимые с теми, что инвесторы имеют на иностранных рынках. В случае с РДР за раскрытие информации в условленные сроки и на языке инвесторов отвечает эмитент РДР. В случае с иностранными акциями, обращающимися на российском рынке, отвечать за раскрытие придется депозитариям, биржам и маркетмейкерам.

«Хотелось бы выразить позитивное отношение к идее организовать торговлю иностранными ценными бумагами в России и уверенность в том, что если инфраструктура рынка ценных бумаг справится с техническими вопросами обращения, то иностранные бумаги станут востребованным инструментом, который позволит диверсифицировать риски, снизить волатильность и расширить возможности инвесторов для получения доходов в секторах экономики, не представленных в РФ», — подчеркнул Д. Соловьев.

Заместитель директора НДЦ **Эдди Астанин** осветил подходы НДЦ к решению задачи кредитования ценными бумагами. Как выяснилось, «даже сам этот термин участники рынка зачастую трактуют по-разному. Поэтому уточню, что мы работаем над технологией предоставления услуги, которая у наших зарубежных коллег именуется “security lending”. По нашему мнению, основой сервиса по кредито-

ванию ценными бумагами могла бы быть технология встречных сделок РЕПО (с неттированием денежных обязательств), которая широко востребована на российском рынке. Вместе с тем это не исключает и работу по совершенствованию российского законодательства, регламентирующего кредитные операции. В целом же хотелось бы отметить, что усилия НДЦ как расчетного депозитария направлены на активное развитие именно расчетных сервисов для наших депонентов. К примеру, недавно мы запустили схему ускоренных расчетов с ИНГ Банком, а сейчас совместно с ММВБ, Расчетной палатой ММВБ и Банком России завершаем технологическую подготовку проведения операций внебиржевого РЕПО с корпоративными еврооблигациями».

Заместитель директора НДЦ — контролер **Сергей Наумов** отметил, что «роль СРО в управлении рисками должна быть ведущей, поскольку СРО обладает уникальными наработками и многолетним опытом в области финансовых рисков и их управления. Многочисленность СРО (НАУФОР, НФА, ПАРТАД) в настоящее время затрудняет работу специалистов финансовых рынков в области управления рисками, приходится участвовать в работе комитетов сразу нескольких СРО, что очень неудобно». С. Наумов предложил «вернуться к вопросу создания одной мега-СРО, которая могла бы осуществлять выработку стандартов различных видов деятельности для всех профучастников». ■

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ЛЕДОВЫЕ ИГРЫ – 2007

16 ноября 2007 г. во Дворце ледового спорта «Центральный» НДЦ организовал феерическое ледовое шоу «Национальные ледовые игры – 2007». Впервые на ледовой арене встретились представители 65 инвестиционных компаний и банков – клиентов НДЦ. Увлекательная шоу-программа с участием виртуозов льда и веселые конкурсы переплелись в единый ледовый праздник. На ледовой арене царил оживленная атмосфера, а спортивный азарт помогал участникам проявить свое мастерство не только в фигурном катании, но и в командных соревнованиях. Победителям игр были вручены сладкие призы. В рамках ледового шоу состоялось торжественное награждение победителей фотоконкурса «Лучше гор могут быть только горы».

Награждение победителей фотоконкурса



Мастерство фигуристов и азарт игроков



Награждение победителей Национальных ледовых игр



ФОТОКОНКУРС «ЛУЧШЕ ГОР МОГУТ БЫТЬ ТОЛЬКО ГОРЫ...»



Осенью этого года НДЦ провел очередной фотоконкурс среди участников финансового рынка на тему «ЛУЧШЕ ГОР МОГУТ БЫТЬ ТОЛЬКО ГОРЫ...». Тема гор была выбрана неслучайно. Горы дарят то, что невозможно забыть: великолепные виды, чувство свободы и радость победы. Покая вершины и окидывая взглядом открывающуюся перспективу, люди ставят еще более сложные и высокие цели. Участники фотоконкурса дали нам возможность заглянуть в красивейшие уголки планеты и поведали о своих увлечениях и открытиях. Спасибо всем, кто прислал свои работы на конкурс, а также всем, кто голосовал за любимые фотоснимки на сайте НДЦ. Представляем Вам 12 лучших фоторабот, выбранных членами жюри по окончании голосования на сайте, которые по традиции украсят обложки журнала «Депозитарий» в 2008 г.



1. Непал. Озеро Гомье (4750 м)
Манкевич Сергей, УК «Наследие СП»



2. Белая река. Северный склон Чегета
Бушуев Никита, СДК «Гарант»



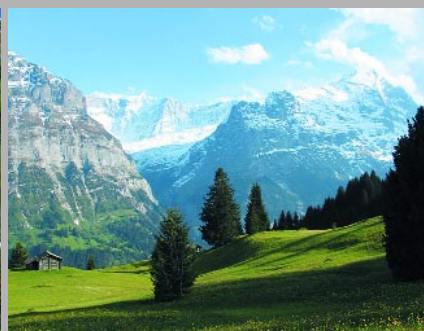
3. Урочище Ярлу. Горный Алтай
Латшин Михаил, ОАО АБ «Кузнецкбизнесбанк»



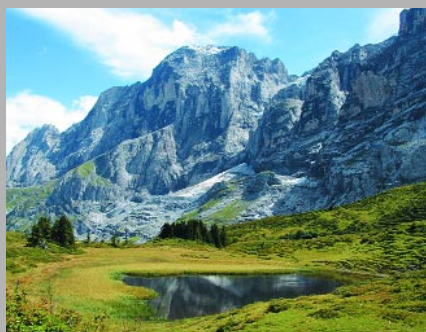
4. Горный Алтай. Перевал Делоне
Ильясов Андрей, ОАО АБ «Кузнецкбизнесбанк»



5. Ак-Кемское озеро. Горный Алтай
Латшин Михаил, ОАО АБ «Кузнецкбизнесбанк»



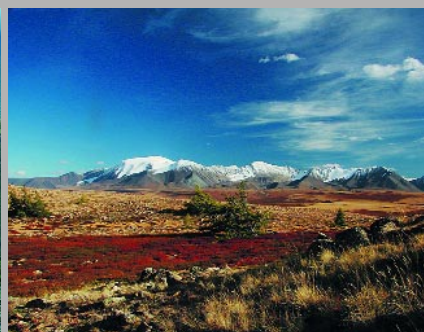
6. Швейцарский пейзаж
Филошина Светлана, Западно-Сибирский банк Сбербанка России



7. Сказочное горное озеро, GROSSE SCHEIDEGG
Филошина Светлана, Западно-Сибирский банк Сбербанка России



8. Мачу-Пикчу. Потерянный город инков
Кельчевская Наталья, ЗАО «Байкальский фондовый дом»



9. Монгун-Тайга. Убсунурская котловина, Тыва
Соловьев Николай, ОАО АКБ «Росбанк»



10. Сан-Марино (Италия, Римини)
Ермолаева Карина, ОАО «ЦМД»



11. Донгузорун и Накратау, главный Кавказский хребет
Подлесных Виктор, ООО КБ «АГРОПРОМКРЕДИТ»



12. Кольский полуостров, перевал Арсеньева Западный,
Хибинские тундры
Соловьев Илья, ОАО Банк «Петрокоммерц»



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.

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



**НДЦ поздравляет
читателей журнала «Депозитариум»,
всех своих клиентов и партнеров**



*Новым годом
и Рождеством!*

2008

**Примите пожелания крепкого здоровья,
неиссякаемой энергии, хорошего настроения,
профессиональных успехов
и большой удачи в наступающем году!
Пусть этот год станет для Вас
годом новых свершений,
громких побед, успехов
и процветания!**

