



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР  
*The National Depository Center*

# ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС  
ЛУЧШЕ ГОР МОГУТ  
БЫТЬ ТОЛЬКО ГОРЫ

**08** КАК СОХРАНИТЬ ДОСТИГНУТЫЕ ТЕМПЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО  
РЫНКА РОССИИ

**10** РОЛЬ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ В ПРОВЕДЕНИИ ДЕНЕЖНОЙ  
ПОЛИТИКИ

**12** ИННОВАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ ДЛЯ ФИНАНСОВОЙ  
ИНФРАСТРУКТУРЫ

В Н О М Е Р Е





# СОДЕРЖАНИЕ

## АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

- 4 **Российские ценные бумаги: инфраструктурные задачи и как поддержать темпы недавнего роста**  
24–25 июня 2008 г. в Москве прошел 5-й Ежегодный Международный форум «Российские ценные бумаги» на тему «Инфраструктурные задачи и как поддержать темпы недавнего роста». В этом году основные выступления касались того, какие изменения в инфраструктуре рынка могут ускорить образование в России международного финансового центра

## СТРАТЕГИЯ

- 8 **Как сохранить достигнутые темпы развития финансового рынка России**  
В связи с идеей создания в России международного финансового центра принципиально по-новому ставятся вопросы развития инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг. Данная цель позволяет более масштабно оценить уровень задач, которые сегодня стоят перед российскими регуляторами, биржевыми инфраструктурными организациями и финансовыми институтами
- 10 **Роль финансовой инфраструктуры в проведении денежной политики**  
Если бы кризисов не было, их обязательно надо было бы придумать. Потому что сам по себе кризис означает достижение некоей точки, в которой противоречие достигает своего апогея, когда уже необходимо предпринимать серьезные меры, чтобы изменить ситуацию, которая к нему привела. Поэтому сегодняшнее положение дел — как следствие кризиса, который начался прошлым летом, — дает пищу для размышлений, в том числе и в отношении инфраструктуры
- 12 **Инновационные технологии для финансовой инфраструктуры**  
Инновационность, вошедшая в число основных положений государственной экономической программы, находит отражение и в деятельности расчетной инфраструктуры на финансовом рынке России. Директор НДЦ Николай Егоров рассказал «Депозитариуму» о приоритетных направлениях развития Партнерства и о том, как в НДЦ будет организован механизм внедрения инноваций

## РАЗВИТИЕ РЫНКА

- 15 **10 лет после кризиса 1998 года и новые перекрестки экономической политики**  
За последние 10 лет Россия создала хороший фундамент для макроэкономического роста, и этот фундамент позволяет говорить о стабильности развития страны в среднесрочной перспективе — 3–5 лет. В статье анализируется, с чего Россия начала свое поступательное экономическое развитие и на каком этапе она находится сегодня с точки зрения макроэкономических показателей

## РЫНОК И УСЛУГИ

- 20 **Роль кастодиального депозитария в отсутствие Центрального депозитария**  
В настоящее время российский фондовый рынок активно развивается, о чем свидетельствует немало факторов: благоприятная макроэкономическая и политическая ситуация, устойчивый экономический рост, развитие и появление новых инвестиционных продуктов и услуг. Однако, к сожалению, на данный момент нельзя говорить о каких-то коренных изменениях в отношении современной инфраструктуры рынка ценных бумаг
- 24 **Знают ли иностранные инвесторы, что предлагают провайдеры услуг на российском рынке?**  
Многие международные эксперты называют Россию тихой гаванью, где иностранные инвестиции смогут переждать кризис. С этим нельзя не согласиться. Но что будет, когда и этот период закончится, участники рынка перестанут получать сверхприбыли и настроения инвесторов поменяются?

## СОБЫТИЯ

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



## К ЧИТАТЕЛЯМ

### Депозитариум № 7 (65) 2008

**Редакционный совет:**

Потемкин А. И.  
Егоров Н. В.  
Коланьков А. В.

**Редакционная коллегия:**

Егоров Н. В. — председатель  
Калинин Е. А. — выпускающий 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) 234-42-80  
Факс: (495) 956-09-38  
Электронная почта: info@ndc.ru  
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru  
Редакция «Депозитариума»  
Телефон: (495) 232-05-13  
Электронная почта: dc@ndc.ru

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

Издатель: ЗАО «Группа «РЦБ»  
Адрес: 105082, Москва,  
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8  
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170  
Электронная почта: info@rcsb.ru  
Телефон: (495) 785-81-00  
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 Группой «РЦБ».  
Индекс: 73346. ISSN 0869-6608  
Журнал «Рынок ценных бумаг»  
№ 14 (365) июль 2008

На обложке:  
Сказочное горное озеро,  
Grosse Scheidegg

Фото Светланы Филюшиной,  
Западно-Сибирский банк  
Сбербанка России



Этот номер «Депозитариума» богат аналогиями для инфраструктуры финансового рынка — с древними базарами и «Формулой-1», например. Несмотря на столь увлекательные исторические и спортивные сюжеты, материалы, любезно предоставленные авторами по итогам Международного форума «Российские ценные бумаги», организованного британской компанией IIR, необычайно серьезны.

В период финансового кризиса на мировых рынках мы считаем важным уделить внимание услугам и направлениям развития финансовой индустрии, обеспечивающим устойчивость российской экономики, необходимую ликвидность для банковской системы и профучастников. Приоритеты развития кастодальной сферы, расчетных депозитариев и регистраторов обсуждаются в

контексте глобальной макроэкономической ситуации и предпочтений международных инвесторов.

Одновременно мы уже чувствуем на себе тенденцию к повышению российских рейтингов. В июле 2008 г. *Thomas Murray* повысил рейтинг центрального депозитария НДЦ до AA-, что означает «очень низкий» риск, т. е. до уровня крупнейших центральных (международных) депозитариев Европы, США, Японии. Хотя стоит подчеркнуть, что это повышение обусловлено нашими инициативами по улучшению операционного блока, финансовой устойчивости и взаимодействия с участниками рынка. В том числе рейтинговое агентство отметило и высокий уровень корпоративного управления в НДЦ.

И мы действительно гордимся признанием наших заслуг — и НДЦ, и отечественной инфраструктуры в целом. Но очевидно, что у нас впереди еще много кропотливой работы по интеграции российского и зарубежных рынков.

**Николай Егоров**

Директор НДЦ, Председатель редакционной коллегии



# РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ЗАДАЧИ И КАК ПОДДЕРЖАТЬ ТЕМПЫ НЕДАВНЕГО РОСТА

24–25 июня 2008 г. в Москве прошел 5-й Ежегодный Международный форум «РОССИЙСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ» на тему «ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ЗАДАЧИ И КАК ПОДДЕРЖАТЬ ТЕМПЫ НЕДАВНЕГО РОСТА», организованный британской компанией IIR (генеральный спонсор — НДЦ). Традиционно на форум собираются ведущие представители регулирующих органов и учетных институтов, российских и европейских финансовых и экспертных организаций, чтобы обсудить наиболее актуальные вопросы современного состояния рынка ценных бумаг, определить тенденции его развития, выработать конкретные предложения по оптимизации инфраструктуры финансового рынка.

## СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА

В предыдущие годы главными темами форума становились вопросы нормативно-правового регулирования рынка, создания в России Центрального депозитария, развития новых финансовых инструментов, совершенствования учетно-расчетной системы. В этом году основные выступления касались того, *какие изменения в инфраструктуре рынка могут ускорить образование в России международного финансового центра.*

По мнению участников форума, устойчивая положительная динамика роста отечественного рынка ценных бумаг, наблюдающаяся в последнее десятилетие, позволяет более уверенно двигаться к достижению столь амбициозной цели. На форуме были озвучены текущие показатели финансового рынка России. Так, за последние 3 года оборот на рынке акций вырос почти в 10 раз, на рынке корпоративных облигаций — более чем в 6 раз, на срочном рынке — в 23 раза. Основные биржевые индексы бьют все рекорды. Инвестиционная привлекательность России возрастает, несмотря на разгоревшийся

год назад международный финансовый кризис. За последние 5 лет объем прямых иностранных инвестиций в Россию увеличился почти в 2 раза и только в 2007 г. составил более 50 млрд долл. Объем ВВП с 1998 г. практически удвоился в реальном выражении, а в долларовом отношении увеличился примерно в 5 раз. Капитализация достигла 1,45 трлн долл., что составляет почти 100% ВВП. Стремительно возрастают объемы торговли, до 50% роста капитализации приходится на IPO.

Что же необходимо предпринять, чтобы сохранить темпы экономического роста России и создать в нашей стране международный финансовый центр?

## МОСКВА — МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР: НА ПУТИ К ДОСТИЖЕНИЮ ЦЕЛИ

По убеждению Президента ЗАО ММВБ **Александра Потемкина**, российскому рынку необходимо прежде всего *«более активно развивать сектор производных инструментов на биржевом рынке, уделяя особое внимание построению на биржах*

*систем управления рисками в соответствии с самыми высокими стандартами».*

Что касается формирования в России международного финансового центра, то важность этой идеи, по мнению А. Потемкина, заключается в том, что она позволяет подчинить единой стратегической цели реализацию самых разнообразных задач, стоящих сегодня перед страной: совершенствование судебной системы; формирование благоприятной регулятивной среды для развития бизнеса; создание современной городской инфраструктуры; повышение качества и доступности коммерческой недвижимости; улучшение экологии и качества жизни; создание условий для привлечения квалифицированных кадров со всего мира. Однако добиться этого можно только в результате целенаправленной активной политики со стороны правительства, муниципальных властей и бизнес-сообщества.

В заключение руководитель крупнейшей биржи страны выразил надежду на то, что иностранные участники форума позитивно оценят идею создания мирового финансового центра в России и увидят в ней в первую очередь желание россий-



А. Потемкин



К. Корищенко



А. Морозов

ских властей и граждан найти наиболее короткий и эффективный путь для интеграции российской экономики в мировую систему.

По мнению Заместителя Председателя Центрального банка РФ **Константина Корищенко**, у России есть потенциал для того, чтобы стать мировым финансовым центром, однако его реализации мешает прежде всего отсутствие законов, необходимых для дальнейшего развития финансового рынка: о биржевой торговле, о клиринговой деятельности, о Центральном депозитарии.

Другим сдерживающим фактором является невозможность использовать российский рубль в качестве резервной валюты. К. Корищенко назвал 3 условия, которым должна отвечать национальная валюта, чтобы получить статус резервной: 1) такая валюта должна быть основной валютой, в которой заключаются контракты на значимых финансовых и товарных рынках; 2) она должна быть валютой, в которой осуществляется значительное количество расчетов по этим контрактам и по другим видам операций; 3) страна этой валюты должна иметь устойчивый финансовый рынок. На сегодняшний день российский рубль не отвечает данным требованиям.

В настоящее время основной проблемой в России, по словам К. Корищенко, является инфляция. Сегодня многие центральные банки сталкиваются с тем, что, смягчая денежно-кредитную политику, они, с одной стороны, поддерживают темпы экономического роста, а с другой — провоцируют инфляционные процессы. «Для России сейчас наступает очень сложный период, который будет длиться не один месяц, — период высокой инфляции и высоких процентных ставок», — сказал К. Корищенко.

При этом, как отметил Главный экономист по России и странам СНГ **HSBC Александр Морозов**, несмотря на то что инфляция в последнее время увеличилась, она остается существенно более низкой, чем 10 лет назад.

По мнению А. Морозова, за последние 10 лет Россия создала хороший фундамент для макроэкономического роста, и этот фундамент позволяет говорить о стабильности развития страны в среднесрочной перспективе — 3–5 лет. Сравнивая Россию с другими развивающимися странами, можно сделать вывод о том, что наша страна значительно лучше защищена от глобальных потрясений, чем большинство других развивающихся стран.

Согласно исследованию американского инвестиционного банка *Merrill Lynch*, результаты которого озвучил в своем выступлении Директор НДЦ **Николай Егоров**, Россия выглядит очень перспек-

тивно. Если в мае интерес к нашей стране находился примерно на таком же уровне, как к Бразилии, то сейчас отношение к России изменилось в лучшую сторону. И хочется надеяться, что данная ситуация, связанная и с развитием отечественной финансовой инфраструктуры, будет только улучшаться.

Н. Егоров привел следующие цифры: объем активов на хранении в НДЦ на конец I кв. текущего года по сравнению с 2007 г. увеличился на 13%, что с учетом ситуации с ликвидностью — хороший показатель. Рост оборота, связанного в целом с оборотом Группы ММВБ и долей НДЦ на внебиржевом рынке, за год составил свыше 33%. Количество обслуживаемых выпусков бумаг увеличилось более чем на 40%. Стабильно растет количество инвентарных операций. Капитал НДЦ достиг 1,4 млрд руб., что является дополнительной гарантией надежности для клиентов и играет немаловажную роль в системе управления рисками.

Говоря о возможности формирования в Москве финансового центра, Директор НДЦ указал на то, что до сих пор недостаточное внимание уделяется таким важным вопросам международной финансовой инфраструктуры, как улучшение взаимодействия между участниками рынка в части клиринга и расчетов, главным образом, в отношении посттрейд-этапов; минимизация рисков; совершенствование системы управления, в том числе корпоративного управления, клиринговыми и расчетными структурами.

Иностранные участники форума одним из основных препятствий на пути создания в России международного финансового центра видят недостаточное количество в Москве квалифицированных



Н. Егоров



Т. РУКРОФТ

специалистов, работающих в финансовом секторе. Так, Директор *Tomas Murrey Ltd* **Тим Рукрофт** озвучил следующие цифры: если в Лондоне на финансовом рынке работает примерно 600 тыс. человек ( $\pm 50$  тыс. в зависимости от потоков этих специалистов), то в Москве их число колеблется в пределах 100 тыс. Таким образом, чтобы достичь стандартов мировых финансовых рынков и создать международный финансовый центр, России необходимо в ближайшие 5 лет привлечь еще 500 тыс. квалифицированных кадров, т. е. по 100 тыс. в год, или примерно по 300 в день. Сможет ли Россия за столь короткий срок подготовить такое количество грамотных специалистов — вопрос риторический.

Директор *SWIFT* по рынку ценных бумаг **Джон Фолк** добавил, что реализации идеи превращения Москвы в финансовый центр также мешает отсутствие в России Центрального контрагента (ССР), без которого крупные игроки опасаются выходить на российский рынок из-за недостаточно эффективной системы управления рисками. Кроме того, серьезным препятствием становится тот факт, что отечественный рынок не использует международные стандарты торговли и документооборота. На это указывали многие участники форума.

Председатель Правления НАУФОР **Алексей Тимофеев** пояснил, что идея перехода на международные стандарты различных институтов фондового рынка сейчас активно обсуждается в связи с внесением в Закон «Об инвестиционных фондах» изменений, предусматривающих использование электронного документооборота.

Иностранные участники форума сошлись во мнении, что стандартизация — один из наиболее важных и одновремен-



Д. ФОЛК

но сложных вопросов для инфраструктуры российского рынка ценных бумаг.

### АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ УЧЕТНО-РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Для становления Москвы в качестве одного из мировых финансовых центров необходимо разработать и предложить участникам рынка более конкурентоспособную по сравнению с западными фондовыми рынками систему расчетов. А по мнению иностранных инвесторов, современную систему расчетов в России нельзя назвать эффективной. Поэтому, как отметил в своем выступлении Директор, Начальник подразделения ценных бумаг Управления международного банковского обслуживания коммерческих ценных бумаг ЗАО «Ситибанк» **Александр Назаров**, иностранные инвесторы, особенно из Ве-



А. НАЗАРОВ



А. ТИМОФЕЕВ

ликобритании и США, а также пенсионные фонды (самые крупные инвесторы в мире) не выходят на российские фондовые биржи напрямую. В качестве основного места расчетов они используют регистраторов, открывая счета через своих кастодианов. Незначительная их часть пользуется услугами депозитариев — НДЦ и ДКК — в основном для расчетов *DVP* в иностранной валюте.

Директор, Начальник Департамента депозитарных услуг *ING Wholesale Banking* **Наталья Сидорова** также считает, что одной из основных проблем по-прежнему остается перерегистрация через реестры. Поскольку у регистраторов нет унифицированных тарифов, стоимость перерегистрации может значительно варьироваться, достигая нескольких десятков тысяч долларов. Регистраторы не заинтересованы в снижении или унификации комиссии за перерегистрацию, поскольку это существенно повлияет на их доходы.

Одной из причин того, почему российские и иностранные инвесторы используют разные сегменты расчетов, является тот факт, что большинство крупных зарубежных участников рынка не признают НДЦ и ДКК в полной мере соответствующими требованиям правил 17f-5 и 17f-7. Поэтому они не могут держать свои бумаги в НДЦ или ДКК и при покупке или продаже ценных бумаг вынуждены оплачивать высокие тарифы регистраторов.

По мнению НДЦ, здесь целесообразно проводить работу по признанию кастодианами российских депозитариев в качестве легитимного места расчетов и хранения активов в России.

Другой важной проблемой является отсутствие единообразия в расчетах по принципу *DVP*. Существует много различных схем таких расчетов, но ни одна из них не явля-



Б. ЛОУРЕНС



Д. ТАННЕР



Д. СОЛОВЬЕВ

ется обязательной, полностью законодательно и операционно урегулированной и свободной от недостатков. А это, по словам Н. Сидоровой, приводит к снижению количества участников и доли таких расчетов, а также сохраняет уровень рисков.

Другие проблемы на рынке, на которые указала Н. Сидорова, — несоответствие расчетов по денежным переводам общепринятым мировым нормам и операционные сложности, связанные с расчетами. По ее убеждению, «пока не будут приняты радикальные законодательные меры, позволяющие осуществлять расчеты в рублях на тех же принципах, по которым ведутся расчеты в других валютах на развитых рынках, рублевые расчеты по-прежнему будут малопривлекательны для иностранных инвесторов».

Заместитель директора НДЦ **Денис Соловьев** особо отметил необходимость разработки конкурентоспособных механизмов клиринга, а также расчетов с частичным обеспечением и расчетов с использованием ССР. При расчетах с частичным обеспечением закрытие коротких позиций обеспечивается за счет кредитования участниками друг друга или ССР. Д. Соловьев познакомил участников форума с основными подходами к реализации на российском фондовом рынке проекта по кредитованию ценными бумагами в рамках клиринговой расчетной инфраструктуры.

Все это говорит о том, что российский рынок по-прежнему должен стремиться к созданию централизованной расчетной инфраструктуры и Центрального депозитария.

Вопрос о необходимости создания в России Центрального депозитария, не первый год обсуждающийся на форуме, — значимый этап формирования в России международного финансового центра. Несмотря

на то что ФСФР России предпринимает активные шаги по повышению прозрачности и надежности инфраструктуры, создание Центрального депозитария не вынесено в качестве одной из приоритетных задач на ближайшую перспективу. По словам Н. Сидоровой, с учреждением Центрального депозитария появится инфраструктурная «точка входа» на рынок, а также будет сделан значительный шаг в сторону уменьшения риска и повышения привлекательности рынка с точки зрения снижения операционных издержек. Центральный депозитарий будет нести перед участниками рынка дополнительную ответственность как центральный расчетный институт.

Итак, в стремлении создать в России международный финансовый центр отечественному рынку ценных бумаг предстоит еще много сделать, чтобы улучшить инфраструктуру и приблизить рынок к международным стандартам. На что же прежде всего следует направить усилия и регуляторов, и регистраторов, и депозитариев, и кастодианов?

### ПРИОРИТЕТНЫЕ ЗАДАЧИ

Менеджер по работе с клиентами Депозитарного управления ООО «Дойче Банк» **Александр Артюхин** к приоритетным задачам относит, во-первых, повышение конкурентоспособности фондового рынка за счет снижения операционных рисков, сроков исполнения и стоимости операций с ценными бумагами для инвесторов. Это может быть решено путем создания Центрального депозитария, который также являлся бы Центральным регистратором и Центральным контрагентом.

Во-вторых, необходимо узаконить статус иностранного номинального держателя. По мнению А. Артюхина, «пусть и с не-

которыми ограничениями, характерными для российского законодательства, но сам факт появления структуры счетов, позволяющих клиентам глобальных кастодианов и других иностранных номинальных держателей считаться собственниками ценных бумаг, привлеч бы новых инвесторов и решил бы многие проблемы тех, кто уже работает на рынке».

И наконец, в-третьих, следует отказаться от обмена документами в бумажной форме и полностью перейти на электронный документооборот. Это позволит не только ускорить расчеты по сделкам, но и значительно упростит сбор и обработку информации по корпоративным действиям. В настоящее время данный процесс в значительной степени выполняется вручную. А. Артюхин предлагает сформировать единую базу информации о корпоративных событиях, которую эмитенты были бы обязаны пополнять сведениями, представленными в едином формате и подготовленными в соответствии со стандартом.

Изменение необходимой нормативно-правовой базы и реализация данных задач позволят обеспечить защиту прав собственности на ценные бумаги, повысить ликвидность российского рынка и ускорить интеграцию российского рынка в мировую инфраструктуру. ■

*Данный номер журнала полностью посвящен 5-му Ежегодному Международному форуму «Российские ценные бумаги: инфраструктурные задачи и как поддерживать темпы недавнего роста», и мы предлагаем вам подробнее ознакомиться с докладами его участников.*

**Евгений Калинин**  
выпускающий редактор  
журнала «Депозитариум»



Александр Потемкин  
Президент ЗАО ММВБ

## КАК СОХРАНИТЬ ДОСТИГНУТЫЕ ТЕМПЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ

В последние 3 года Россия демонстрирует беспрецедентные темпы развития финансового рынка. В этом легко убедиться, взглянув на показатели торгов двух ведущих российских биржевых площадок — ММВБ и РТС. Оборот на российском биржевом рынке акций ММВБ вырос почти в 10 раз, на рынке корпоративных облигаций — более чем в 6 раз. Активное развитие срочного рынка на российских биржах позволило увеличить его объемы в 23 раза. Вклад РТС здесь в полной мере проявился на рынке фондовых деривативов, тогда как ММВБ обеспечивала развитие валютных фьючерсов. В настоящее время отечественный рынок фьючерсов бьет рекорды.

Сегодня все мы озабочены тем, как сохранить достигнутые темпы роста и в будущем. Сейчас на уровень рисков оказывает влияние не столько мировой финансовый кризис, сколько отставание в области построения современной инфраструктуры российского рынка.

Природа кризисных явлений в России и других странах мира различна. В развитых странах основные проблемы связаны с ипотечным рынком и колоссальным развитием структурированных продуктов и деривативов, прежде всего инструментов *credit default swaps*, обеспечивающих перераспределение рисков на долговом рынке. Российский ипотечный рынок развивается быстрыми темпами, его объем пока не сопоставим с объ-

емами ипотеки в развитых странах. Общий объем ипотечных кредитов в России оценивается примерно в 25 млрд долл., что в расчете на одного человека составляет примерно 180 долл. Это в 150 раз меньше, чем в Великобритании, и в 1000 раз меньше, чем в США.

В России проблема сводится в основном к невозможности для отечественных банков и компаний в относительно короткие сроки провести рефинансирование ранее привлеченных займов, особенно в части евробондов. А объемы операций на рынке производных в России пока ниже оборотов их базовых активов на рынке ценных бумаг. Поэтому, как это ни парадоксально, наша задача заключается в развитии ипотечного рынка и рынка про-

изводных инструментов, т. е. тех инструментов, с «гиперактивным» состоянием которых борются сегодня органы банковского и финансового надзора европейских стран и США. Другое дело, что нам следует учесть международный опыт и попытаться избежать ошибок западного рынка.

Если говорить более определенно, то развитие ипотечного рынка и рынка производных инструментов в России должно основываться на более продуманной системе риск-менеджмента, внедряемой на уровне как отдельных финансовых институтов, так и биржевой инфраструктуры. Мировой кризис по-новому позволяет оценить соотношение между биржевыми и внебиржевыми финансовыми инстру-

ментами. Рынок и закладных, и *credit default swaps* вырос на рынке *ОТС*, т. е. за пределами биржевых технологий построения систем управления рисками и вне регулятивного воздействия органов финансового надзора, который, как правило, весьма эффективно контролирует ситуацию на биржевых рынках. Конечно, биржевые рынки и рынок *ОТС* работают по принципу взаимной поддержки и не могут развиваться обособлено. Но инструменты и технологии торгов биржевого рынка выстроены более надежно и прозрачно.

Из всего этого молодому российскому рынку необходимо сделать важный вывод: нам следует более активно развивать сектор производных инструментов на биржевом рынке, уделяя особое внимание построению на биржах систем управления рисками в соответствии с самыми высокими стандартами. По этой причине ММВБ не форсирует расширение линейки производных инструментов, особенно на рынке фондовых деривативов. Мы решили провести полную модернизацию своей системы управления рисками, ориентируясь на лучшие стандарты. Уже к концу лета ММВБ сможет предложить рынку новые возможности своей системы управления рисками. В рамках данной системы будет реализован уже известный, понятный западному рынку портфельный подход к позициям участников — неттирование по портфелям, сформирован гарантийный фонд, причем за счет прибыли

ММВБ, и, конечно, будут созданы коллективные страховые фонды, проведена жесткая сегрегация среди участников клиринга по уровню кредитного рейтинга. Благодаря новой системе управления рисками требования со стороны ММВБ по внесению средств в форме депозитной маржи сократятся в 3–4 раза, что позволит участникам рынка резко снизить свои издержки по поддержанию ликвидности операций на срочном рынке.

Дальнейшее развитие российского финансового рынка ставит задачу создания в России мирового финансового центра. На Санкт-Петербургском экономическом форуме Президент России Дмитрий Медведев заявил, что в ближайшее время будет принят план действий по превращению Москвы в мощный мировой финансовый центр, а российского рубля — в ведущую региональную резервную валюту. Как отметил Д. Медведев, это ключевые составляющие, которые позволят обеспечить конкурентоспособность отечественной финансовой системы.

Недавно на конференции, посвященной созданию в России международного финансового центра, мэр Москвы Юрий Лужков предложил организовать агентство по развитию всероссийского международного финансового центра. Следует подчеркнуть, что построение и развитие международного финансового центра возможно только в результате целенаправленной активной политики со стороны правительства, му-

ниципальных властей и бизнес-сообщества страны. На мой взгляд, в идее создания международного финансового центра важно то, что она позволяет подчинить единой стратегической цели реализацию самых разнообразных задач, стоящих перед страной: совершенствование судебной системы; формирование благоприятной регулятивной среды для развития бизнеса, включая вопросы налогообложения, экономической свободы и простоты ведения бизнеса; создание современной городской инфраструктуры; повышение качества и доступности коммерческой недвижимости; улучшение экологии и качества жизни; создание условий для привлечения квалифицированных кадров со всего мира.

В связи с необходимостью создания в России международного финансового центра принципиально по-новому ставятся вопросы развития инфраструктуры отечественного финансового рынка. Данная цель позволяет более масштабно оценить уровень задач, которые сегодня стоят перед российскими регуляторами, биржевыми инфраструктурными организациями и финансовыми институтами.

Хочется надеяться, что и иностранные участники позитивно оценят идею создания мирового финансового центра в России и увидят в ней в первую очередь желание российских властей и граждан найти наиболее короткий и эффективный путь для интеграции российской экономики в мировую систему. ■

## НОВОСТИ НДЦ

### Представители НДЦ вошли в новый состав Совета директоров ЗАО «ДКК»

24 июня 2008 г. состоялось Общее годовое собрание акционеров ЗАО «ДКК», на котором был избран новый состав Совета директоров. В новый состав Совета директоров ЗАО «ДКК» вошло 5 предложенных НДЦ кандидатов: **Эдди Астанин**, Заместитель директора НДЦ; **Денис Соловьев**, Заместитель

директора НДЦ; **Сергей Наумов**, Заместитель директора НДЦ — контролер; **Андрей Ремнев**, Директор Депозитария Внешэкономбанка; **Ирина Виноградова**, член Совета директоров НДЦ. Напомним, что в настоящее время НДЦ владеет 36,96% акций ЗАО «ДКК».

### В «мост» НДЦ—ДКК включены акции 17 новых эмитентов

С 25 июня 2008 г. в список ценных бумаг, обращающихся по «мосту» НДЦ—ДКК, в связи с реорганизацией ОАО РАО «ЕЭС России» включены акции 14 новых эмитентов: ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания», ОАО «Енисейская территориальная генерирующая компания (ТГК-13)», ОАО «Первая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии», ОАО «ТГК-1», ОАО «ТГК-2», ОАО «ТГК-4», ОАО «ТГК-6», ОАО «ТГК-9», ОАО «ТГК-10», ОАО «ТГК-11», ОАО «ТГК-14», ОАО «Федеральная гидрогенерирующая компания», ОАО «Шестая генерирующая

компания оптового рынка электроэнергии», ОАО «Южная генерирующая компания — ТГК-8».

С 30 июня 2008 г. в список ценных бумаг, обращающихся по «мосту» НДЦ—ДКК, включены акции 3 новых эмитентов: ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС», Кузбасское ОАО энергетики и электрификации, ОАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы».

Таким образом, количество эмитентов, допущенных к обращению по «мосту» НДЦ—ДКК составляет 87 шт., количество выпусков ценных бумаг — 262 шт.





Константин Корищенко

Заместитель Председателя Центрального банка Российской Федерации

## РОЛЬ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ В ПРОВЕДЕНИИ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ

Если бы кризисов не было, их обязательно надо было бы придумать. Потому что сам по себе кризис означает достижение некоей точки, в которой противоречие достигает своего апогея, когда уже необходимо предпринимать серьезные меры, чтобы изменить ситуацию, которая к нему привела. Поэтому мне кажется, что сегодняшнее положение дел — как следствие кризиса, который начался прошлым летом, — дает пищу для размышлений, в том числе и в отношении инфраструктуры.

Прежде чем обратиться к обсуждению вопросов инфраструктуры, хотелось бы отметить, что основная проблема, besпокаящая сегодня практически всех, начиная от регулирующих органов и заканчивая гражданами, — это проблема инфляции. К сожалению, противоречие между ростом экономики и ростом инфляции сохраняется. И сегодня многие центральные банки сталкиваются с тем, смягчая денежно-кредитную политику, они, с одной стороны, поддерживают темпы экономического роста, а с другой — провоцируют инфляционные процессы.

Следует признать, что для России сейчас наступает очень сложный период, который будет длиться не один месяц, — период высокой инфляции и высоких процентных ставок. Здесь важно отметить, что в такой ситуации выигрывают на финансовом рынке те, кто более приспособлен к функционированию в условиях инфляции. В России высокий уровень инфляции наблюдался не так давно, на рубеже 1990-х гг. И мы очень хорошо помним, что банковский бизнес в это время развивался весьма неплохо. Так что для ведения бизнеса в финансовом секторе инфляционная среда, можно сказать, является благоприятной. Другое дело, что для развития остальных отраслей экономики это становится достаточно серьезной проблемой. В том числе и поэтому практически все центральные банки при-

нимают активные меры для борьбы с инфляцией.

Трудности в борьбе с инфляцией связаны еще и с тем, что центральные банки являются монетарными органами отдельных стран, а инфляция сегодня приобрела глобальный характер, особенно в условиях, когда капитал практически свободно перемещается между странами. И в настоящее время одной из основных проблем является явная несогласованность в политике центральных банков различных стран, так как, стремясь решить свои проблемы, они отчасти перекладывают их на плечи «соседей».

Другая проблема — проблема надзора. Можно сказать, что мы были свидетелями кризиса подхода, который можно условно назвать «единый регулятор» (яркий пример — Великобритания). Идея единого регулятора изначально вызывала большую критику и сейчас подтвердила свою несостоятельность. И связано это было не столько с консолидацией надзора за различными институтами, сколько с тем, что осуществлялся он недостаточно.

Сегодня на финансовом рынке существует неограниченное количество возможностей смоделировать, симитировать ту или иную деятельность. И если регулирующие органы в каком-либо секторе рынка создают более жесткие условия для его участников, то всегда имеет- ся возможность использовать иное регу-

лирование. К сожалению, единый регулятор в данном случае не помогает, поскольку такие структуры, как хеджевые фонды, не подвержены никакому регулированию.

Сейчас идут активные дискуссии на эту тему. И здесь нельзя не вспомнить слова бывшего руководителя ФРС Алана Гринспэна о том, что хеджевые фонды ни в коем случае не должны регулироваться, потому что это величайшее достижение американской финансовой системы, залог ее эффективности и двигатель прогресса. Так, может быть, если хеджевые фонды не регулируются, значит, это кому-нибудь нужно?

Развитие мировой торговли, мировой финансовой системы сделало основной движущей силой платежного баланса почти любой развитой страны финансовый сектор. В связи с этим все старые теории о том, каким образом должен выравниваться обменный курс и какую политику должно проводить государство, чтобы сбалансировать свой платежный баланс, перестают работать. И финансовый сектор сегодня развивается стремительно, о чем свидетельствуют обороты финансового рынка, рост производных, объемы кредитов и т. д.

В этой ситуации финансовая инфраструктура становится своего рода дорогой, по которой передвигается финансовый товар. И от того, насколько хорошо



развита инфраструктура, зависит скорость перемещения капитала.

Сегодня перед нами стоит задача создания в России международного финансового центра. В мире всегда существовали центры, в которых концентрировалась торговля. Если вспомнить историю, то в более древние времена центры возникали как стихийные базары, где в основном торговали реальными товарами: продуктами, строительными материалами, одеждой и т. д.

Эти центры обычно создавались там, где существовало удобное пересечение дорог, где были места для хранения товара, т. е. была инфраструктура, приспособленная для обслуживания товарного рынка. И в этом смысле ее роль как подерживающего звена была очень важна. Но на том рынке роль кредита, кредитного плеча была незначительной и заключалась лишь в возможности торговать товаром, который еще не привезен. Это фактически можно назвать товарным кредитом. Рынки могли увеличиваться в объеме, но, по сути, ограничением их объема являлось именно физическое наличие товара и возможность его доставки.

Следующим этапом развития финансовых центров стало вовлечение денежного кредита, т. е. совершенствование денежно-кредитных отношений. И если первым типом финансовых центров были базары или рынки товаров, то следующим их типом стали кредитные центры, или центры концентрации банковского капитала, центры концентрации кредита. Эти центры уже меньше зависели от физической возможности доставки товаров. Банковские и финансовые центры уже больше тяготели к тем регионам, где была образованная рабочая сила, более качественное продвижение закона и т. д.

Что касается роста рынков, то наличие денежного кредита способствовало увеличению объема торговли за счет повышения доступности денежного предложения. Фактически кредит возрос, и объемы этих рынков увеличились.

Сейчас мы переживаем, можно сказать, третий этап развития финансовых центров, когда товар фактически перестает быть товаром реальным, когда он трансформируется в определенный контракт на его поставку. И если мы посмотрим на основные товарные рынки, то увидим, что объем сделок с реальным товаром составляет не более 5%. Фактически сейчас кредит пришел в сферу товара — был найден способ увеличить то, что раньше невозможно было увеличить. И сейчас, например, объемы торгуемого золота и нефти существенно превышают

реальные физические возможности по их поставке.

Наличие такой возможности связано с инфраструктурой — инфраструктурой третьего поколения финансовых центров. Это инфраструктура финансовых рынков, связанная с организацией торговли в форме бирж, созданием мест хранения этих активов в виде депозитариев, формированием клиринговых и кредитных возможностей. И кредитные возможности этого рынка как раз и концентрируются в клиринговых технологиях данного центра.

## Для России сейчас наступает очень сложный период — период высокой инфляции и высоких процентных ставок.

Если рассматривать Россию с этих позиций, то мы имеем возможность и физической поставки товара, и обслуживания всех тех необходимых видов операций, которые сопряжены с финансовым рынком. Но законы, которые позволили бы активно развиваться финансовому рынку, до сих пор так и не приняты. Хочется надеяться, что этот процесс будет ускорен и в ближайшее время будут приняты долгожданные законы о биржевой торговле, о клиринговой деятельности, о Центральной депозитарии.

А далее возникает вопрос: существует ли какая-то идеальная модель финансового рынка? Например, нам нужна одна биржа или несколько? Жизнь сама дает ответ на этот вопрос: в России сейчас появляются различные биржи — нефтяная, рыбная, цементная и др. Это лишний раз говорит о том, что не так важно, сколько будет бирж. Если проанализировать ситуацию в мире, то мы увидим, что, с одной стороны, происходит консолидация бирж, с другой стороны, участники рынка сами создают для себя различного рода торговые площадки для решения тех задач, которые они перед собой ставят. Таким образом, проблема консолидации бирж нелегкая, и нет никакой необходимости в этой части что-то менять.

Вместе с тем существуют системообразующие элементы экономики любой страны, прежде всего в рамках расчетной инфраструктуры. Это платежная система и формирующаяся система расчетов по ценным бумагам. Данные элементы, с моей точки зрения, являются краеугольными камнями инфраструктуры и, конечно, должны оставаться под контролем государства. В России платежная система — прерогатива государства, депозитарная система сегодня является

квазирыночной. Но, учитывая, что расчеты по ценным бумагам с каждым годом становятся все более важным элементом, они выступают стратегическим активом конкретной страны, поэтому, естественно, данный сектор рынка должен так или иначе находиться под контролем государства.

Возникает вопрос: что является центром всей этой структуры? С моей точки зрения, это клиринговая инфраструктура. И здесь должны быть сконцентрированы усилия рынка и государства. Рынку и госу-

дарству необходимо прийти к компромиссу в решении вопроса о том, как должна быть выстроена клиринговая инфраструктура. Но пока говорить об этом преждевременно, поскольку сначала следует подготовить необходимую законодательную базу.

В заключение хотелось бы затронуть очень популярную сегодня тему — тему рубля и его использования в качестве резервной валюты. С одной стороны, рубль становится крайне популярной и активно используемой валютой. С другой стороны, валюта, если она претендует на то, чтобы выполнять роль резервной, должна отвечать как минимум трем условиям.

*Первое условие:* такая валюта должна быть основной валютой, в которой заключаются контракты на значимых финансовых и товарных рынках. В отношении рубля говорить об этом пока не приходится.

*Второе условие:* она должна быть валютой, в которой осуществляется значительное количество расчетов по этим контрактам и по другим видам операций. И, несмотря на то что объем расчетов в рублях увеличивается, в целом, согласно статистике международных организаций, доля рубля в различного рода расчетах невелика.

*Третье условие:* страна этой валюты должна иметь устойчивый финансовый рынок, потому что если кто-то, продав свой товар и получив за него рубли, будет вынужден думать, во что этот рубль конвертировать, поскольку его некуда вложить (нет надежных финансовых инструментов и банковских предложений), стабильности валюте это не придаст.

Конечно, нам необходимо ставить перед собой задачу превратить рубль в резервную валюту, но надо понимать, что это долгий путь, в значительной степени зависящий от выполнения названных трех условий. ■



Интервью с Директором НДЦ Николаем Егоровым

## ИННОВАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ ДЛЯ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Инновационность, вошедшая в число основных положений государственной экономической программы, находит отражение и в деятельности расчетной инфраструктуры на финансовом рынке России. О том, каковы приоритетные направления развития и как будет организован механизм внедрения инноваций в НДЦ, мы спросили Директора Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» Николая Егорова.

**Депозитариум Николай Викторович, сегодня на уровне Правительства Российской Федерации поставлена задача создания в Москве международного финансового центра. Каковы приоритетные направления деятельности НДЦ в связи с реализацией этой амбициозной цели?**

**Н. Е.** Прежде всего хотелось бы привести некоторые цифры, характеризующие отношение к российскому финансовому рынку.

Американский инвестиционный банк *Merrill Lynch* исследовал отношение к российскому рынку (на уровне экспертной, неформальной или субъективной оценки иностранных инвесторов) не в цифрах, а в сравнении с неким средним показателем (см. рисунок). По результатам исследования Россия выглядит очень перспективно. Если в мае интерес к нашей стране находился примерно на таком же

уровне, как и к Бразилии, то сейчас отношение к России в целом изменилось в лучшую сторону. И хочется надеяться, что данная ситуация, связанная, конечно, и с развитием отечественной финансовой инфраструктуры, развитием легальной базы, будет только улучшаться. Это серьезный показатель, который наглядно демонстрирует позитивное отношение международного финансового сообщества к России и к российскому финансовому рынку.

Динамика российского фондового рынка крайне положительная, особенно на фоне международного финансового кризиса. Это лишний раз свидетельствует о том, что в целом Россия достаточно устойчива перед глобальными кризисами и умеет справляться с подобного рода явлениями. Объем активов на хранении в НДЦ на конец I кв. текущего года по сравнению с 2007 г. увеличился на 13%, что с учетом ситуации с ликвидностью — хо-

роший показатель. Рост оборота, связанного в целом с оборотом Группы ММВБ и долей НДЦ на внебиржевом рынке, за год составил свыше 33%. Нас особенно радует, что количество обслуживаемых выпусков бумаг увеличилось более чем на 40%. Стабильно растет количество инвентарных операций. Капитал НДЦ достиг 1,4 млрд руб., что является дополнительной гарантией надежности для клиентов и играет немаловажную роль в системе управления рисками.

Несмотря на необходимость интеграции в международную финансовую инфраструктуру (и об этом говорят все последние события на международных финансовых рынках), России нужен независимый, мощный, хотя и открытый финансовый центр. Первоначально внимание было сконцентрировано на четырех «и»: институты, инфраструктура, инновации и инвестиции. В дальнейшем к ним



добавилась еще одна важная составляющая, пятая «и» — интеллект. Без интеллекта все наши попытки будут обречены на неудачу. Благо, интеллекта в России все-гда хватало.

В приоритете — глобальные вызовы, которые стоят перед международной финансовой инфраструктурой: улучшение взаимодействия между участниками рынка в части клиринга и расчетов, главным образом в отношении посттрейд-этапов; минимизация рисков; совершенствование системы управления, в том числе корпоративного управления, клиринговых и расчетных структурами. Сегодняшнее состояние международного финансового рынка свидетельствует о том, что до сих пор этому уделялось недостаточно внимания.

И здесь нельзя не учитывать российскую специфику — отсутствие многих из ключевых аспектов законодательной основы, которые до сих пор не разработаны, что, безусловно, сдерживает развитие финансовых рынков.

Кроме того, сегодня весьма остро стоят вопросы стандартизации, поскольку отсутствуют единые стандарты; необходима интеграция российских и международных стандартов. Помимо этого, отечественный рынок исторически характеризуется многообразием стандартов, требования российского законодательства не всегда положительно влияют на развитие стандартов. Это достаточно большая проблема для рынка нашей страны.

На рынок необходимо внедрять новые информационные технологии. Российский рынок эволюционирует — и, может быть, отправная точка у него иная, но он движется в том же направлении, что и международный рынок.

#### Депозитариум В условиях кризиса ликвидности на международных рынках удается ли России оставаться островком стабильности?

**Н. Е.** Перед нами и Группой ММВБ в целом была поставлена задача своевременной реализации новых механизмов управления ликвидностью. И совсем недавно вместе с Банком России была внедрена новая услуга — РЕПО с корпоративными еврооблигациями из Ломбардного списка. Это расширило возможности Центрального банка и участников рынка по использованию корпоративных еврооблигаций в качестве обеспечения, что, безусловно, положительно сказалось на возможности поддержания ликвидности в банковской сфере и в финансовой системе России в целом. Кроме того, в процессе реализации этого проекта мы опробовали с ФСФР России схему квалификации иностранных финансовых ин-

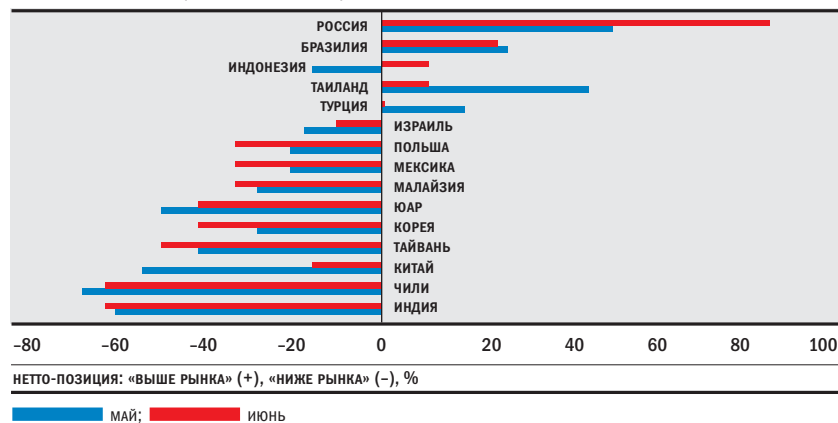
струментов в качестве ценных бумаг в соответствии с российским законодательством.

В марте 2008 г. был введен сервис, позволяющий совершать сделки и исполнять обязательства по ранее совершенным сделкам на условиях простого клиринга, предоставляются услуги по модели *DVP 1*, или расчетам в режиме «сделка за сделкой» — уникальный для мировых биржевых структур сервис. Это уже даже не  $T + 0$ , а мгновенная ликвидность, поскольку окончательный расчет по счетам

Это отвечает международным требованиям по обеспечению бесперебойной работы для инфраструктурных организаций. Естественно, мы провели полномасштабные учения. Не хочу сказать, что все прошло гладко, были некоторые недочеты, но, главное, мы о них знаем и успешно исправляем. Такой подход опять же соответствует всем международным стандартам подобного рода деятельности.

Важнейшим вопросом с точки зрения расчетно-депозитарного бизнеса, конечно же, является сокращение сро-

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ MERRILL LYNCH ОТНОШЕНИЯ К ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ РОССИИ И ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН (МАЙ—ИЮНЬ 2008 Г.)



Примечание. В глобальном опросе, проведенном Merrill Lynch, приняли участие 204 управляющих фондами с активами на 718 млрд долл.

происходит немедленно по исполнению сделки.

Также мы работаем над реализацией модели *DVP 3*. В настоящий момент сложились предпосылки для реализации схем кредитования ценными бумагами (и мы готовы поддержать их технологически), предоставления услуг на условиях «поставка против платежа» с расчетами в валюте. Сегодня НДС активно работает со своими контрагентами, в том числе с *Euroclear* и *Clearstream*, над предоставлением возможности проведения подобного рода операций. (До сих пор проводились только рублевые расчеты на условиях «поставка против платежа».)

С целью повышения надежности нашей работы, снижения операционного риска, обеспечения спокойствия наших клиентов в текущем году в рамках Группы ММВБ в рекордные сроки было создано новое поколение резервного вычислительного центра. Когда наши клиенты обращаются к нам за теми или иными услугами, они вообще не знают, на какой из вычислительных центров попадают. Мы сформировали полнофункциональный резервный офис. То есть в случае, если что-то произойдет в нашем основном офисе, мы способны в течение часа восстановить работу из резервного офиса, «подняв» все основные сервисы на другой территории.

ков расчетов, окончательных расчетов с проводкой по счетам и с проведением операций в реестрах с сокращением до  $T + 0 - T + 3$ . Базовым направлением деятельности в данном случае является внедрение электронного документооборота, прежде всего с точки зрения подтверждения прав собственности, переход на электронный документооборот с регистраторами, внедрение *STP* — автоматической обработки всех документов. Необходимо отметить, что обработка документов в НДС не увеличивает время проведения расчетов — мы автоматизировали максимальное количество процессов.

#### Депозитариум Как Вы видите дальнейшее направление развития услуг НДС?

**Н. Е.** Мы нацелены на поддержание международно признанных услуг центрального расчетного депозитария. Наши консультанты — *Accenture* на основе международных стандартов, наилучшей международной практики разработали бизнес-модель НДС на будущее. Значительная доля функционала центрального расчетного депозитария так или иначе уже присутствует в нашей деятельности.

Напомню, что совсем недавно мы впервые в России ввели в рыночную практику *CCP (central counterparty)* — Центрального контрагента, который с кон-



ца прошлого года действует на валютном рынке. Это полностью лицензированный банк «Национальный клиринговый центр», выступающий центральной стороной по сделкам. И мы планируем расширить область его деятельности и на ценные бумаги.

Вместе с Расчетной палатой ММВБ мы успешно справляемся и с денежными расчетами, как по итогам биржевых торгов, так и на внебиржевом рынке. То есть наша деятельность вполне соответствует международной практике.

С точки зрения корпоративного управления мы не просто расчетно-клиринговый элемент инфраструктуры, а один из центральных ее участников, поскольку обслуживаем Группу ММВБ и являемся значимым центром расчетов по ценным бумагам на внебиржевом рынке. Поэтому мы уделяем достаточно большое внимание корпоративному управлению и механизмам привлечения участников рынка к управлению НДЦ. Несмотря на доминирующую роль учредителей — ММВБ и Банка

России — в имуществе Партнерства, у нас в Совете директоров нет представителей Центрального банка, а из 11 членов Совета директоров только трое представляют Группу ММВБ. То есть главную роль в Совете директоров НДЦ, который является, безусловно, определяющим органом управления в нашей организации, играют именно участники рынка — их семеро. Кроме того, НДЦ, наверное, едва ли не первая инфраструктурная организация, которая ввела позицию независимого директора. Мы считаем, что это исключительно позитивный шаг на пути усовершенствования корпоративного управления.

Я уже говорил о том, что НДЦ старается концентрироваться на новых расчетных моделях. Одновременно мы стараемся улучшать взаимодействие с участниками рынка, совершенствовать обратную связь. Совсем недавно принято решение о создании при Совете директоров НДЦ нового комитета по инновациям, технологиям и продуктам. Мы делаем все возможное, чтобы наша деятельность отвеча-

ла ожиданиям наших клиентов, обсуждаем с ними наши предложения, хотим услышать их инициативы.

В связи с исключительно высокой динамикой развития российского финансового рынка мы уделяем большое внимание масштабируемости бизнеса, расширению наших операций в регионах. Количество региональных операций и депонентов НДЦ возросло на 30–60% в зависимости от федерального округа. НДЦ последовательно интегрируется в международную инфраструктуру: об этом свидетельствуют счета, открытые в *Euroclear* и *Clearstream*, а также в центральных депозитариях некоторых стран СНГ. Возрастает роль НДЦ в системе квалификации иностранных финансовых инструментов на территории Российской Федерации. Все это позволяет нам с большим оптимизмом смотреть в будущее.

Таким образом, мы поддерживаем развитие финансовой инфраструктуры через внедрение передовых инновационных технологий. ■

#### НОВОСТИ НДЦ

## Представитель НДЦ избран в новый состав Совета директоров ОАО «ЦМД»

1 июля 2008 г. состоялось Внеочередное собрание акционеров ОАО «ЦМД», на котором был избран новый состав Совета директоров, в который вошло 8 человек,

6 из них являются независимыми директорами. В состав Совета директоров ОАО «ЦМД» вошел **Николай Егоров**, Директор НДЦ.

## Принят Кодекс профессиональной этики НДЦ, предварительно одобренный Комитетом по управлению рисками

В НДЦ принят Кодекс профессиональной этики Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» — внутренний документ НДЦ, направленный на защиту прав и законных интересов Партнерства и клиентов НДЦ. Кодекс подлежит исполнению всеми должностными лицами и работниками НДЦ и предназначен, помимо прочего, для достижения следующих целей: выявление и предотвращение конфликта интересов; предотвращение распространения должностными лицами и работниками находящейся в распоряжении НДЦ информации, которая может повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг, учитываемых в НДЦ, а также сведений, которые не подлежат разглашению.

Среди основных этических норм НДЦ в Кодексе выделены принципы законности деятельности, конфиденциальности, приоритета интересов клиентов перед интересами НДЦ, сохранности и прироста имущества и по-

вышения капитализации НДЦ, профессионализма, независимости и добросовестности работников, информационной открытости деятельности Партнерства, эффективного внутреннего контроля, справедливого (равного) отношения, сотрудничества при исполнении должностных обязанностей, предотвращения конфликта интересов и др.

Проект Кодекса был рекомендован к утверждению Комитетом по управлению рисками НДЦ на заседании 19 июня 2008 г.

Председатель Комитета — советник экономического Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Банка России **Владислав Зимин** прокомментировал: «Принятие Кодекса профессиональной этики НДЦ мы рассматриваем как важный шаг в деле построения эффективной системы корпоративного управления НДЦ. Кроме того, Кодекс — дополнительная гарантия добросовестности и лояльности персонала».



Александр Морозов

Главный экономист по России и странам СНГ  
HSBC

## 10 ЛЕТ ПОСЛЕ КРИЗИСА 1998 ГОДА И НОВЫЕ ПЕРЕКРЕСТКИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

В данной статье анализируется макроэкономическая ситуация и макроэкономическая политика в России. В качестве введения стоит сказать несколько слов о взаимоотношениях между инфраструктурой финансовых рынков и макроэкономической политикой. Здесь можно провести аналогию с гонками «Формулы-1». Развитие финансовой инфраструктуры очень похоже на развитие гоночных машин F-1. Для того чтобы быстро и успешно ездить, нужно постоянно обновлять эти машины. Но этого недостаточно. Нужны соответствующие гоночные треки и хорошо подготовленные пилоты, способные управлять ими. В этом отношении страна может получить преимущество от развития финансовой инфраструктуры и финансовых рынков (машин F-1) только тогда, когда макроэкономическая ситуация стабильна (имеются современные «треки») и проводится адекватная макроэкономическая политика (есть подготовленные «пилоты»).

### 1999–2007 ГОДЫ – ГОДЫ ВПЕЧАТЛЯЮЩИХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ РЕЗУЛЬТАТОВ, НО НАСКОЛЬКО ОНИ УСТОЙЧИВЫ?

Сначала поговорим о ретроспективе, обсудим, откуда Россия начала свое поступательное экономическое развитие и где Россия находится сейчас с точки зрения макроэкономических показателей. Затем рассмотрим несколько ключевых вопросов, касающихся макроэкономической политики, связанных с важными вызовами, которые стоят перед нами. В заключение представим ожидаемые последствия этих макроэкономических вызовов для процентных ставок и курса рубля.

Сравним состояние российской экономики 10 лет назад, в 1998 г., и ситуацию последнего времени – Россию 2007 г. и ожидаемые результаты текущего года. По ключевым макроэкономическим показателям Россия 2007 г. выглядит совершенно другой – гораздо более

развитой и стабильной страной. Не имеет большого смысла обсуждать каждый показатель, но очень важно отметить, что объем ВВП начиная с 1998 г. практически удвоился в реальном выражении, а в долларовом отношении увеличился примерно в 5 раз. С точки зрения темпов экономического роста картина тоже радикально поменялась. До кризиса Россия переживала затяжной спад, а после кризиса начался сильный экономический рост. В среднем он составлял примерно 7% в год. Очень важно отметить, что совсем недавно, в прошлом году, начался очень быстрый рост инвестиций в основные фонды. Это также является очень позитивным моментом.

С точки зрения инфляции ситуация также на сегодняшний день значительно лучше, чем ситуация, которая была 10 лет назад. Несмотря на то что инфляция в последнее время ускорилась, она остается существенно более низкой, чем тогда. Тем не менее если инфляция продолжит ускоряться и (или) останется высокой в течение длительного времени, это, конечно, создаст проблемы для средне-

срочной макроэкономической устойчивости.

Обменный курс – одна из основных характеристик состояния экономики – отличался достаточно высоким уровнем стабильности на протяжении последних 10 лет, постепенно укрепляясь по отношению к доллару США. Состояние государственного бюджета, еще одного индикатора состояния экономики, существенно улучшилось с 1998 г. Вместо хронических дефицитов Россия с 2000 г. имеет устойчивый профицит бюджета, наблюдается превышение бюджетных доходов над расходами. Значительно укрепился платежный баланс. Счет текущих операций, ранее находившийся в состоянии сбалансированности, стал сводиться с существенным профицитом. Также очень важно отметить, что на протяжении последних 5 лет мы видим быстрый рост прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Россию – он практически удваивался. Объем ПИИ, поступающих в страну в последнее время, поражает воображение. В абсолютном выражении Россия получила более 50 млрд долл. ПИИ в одном только





2007 г. Это очень впечатляющие цифры, говорящие о том, что Россия превратилась в одну из ведущих стран мира по привлекаемым прямым инвестициям.

Если посмотреть на статистику внешнего долга, то по сравнению с 1998 г. заметны радикальные изменения. Внешний долг России по отношению к ВВП 10 лет назад был очень значительным, находясь на уровне свыше 71%, из которых 60% от ВВП составлял государственный долг. С тех пор долговая нагрузка упала до очень низких показателей по международным стандартам: 35,6% от ВВП — внешний долг страны и менее 8% от ВВП — государственный долг. Это вполне безопасный уровень, если отталкиваться от порогового уровня долговой нагрузки, используемого международными финансовыми организациями. Стоит также отметить, что абсолютная и относительная величина золотовалютных резервов страны тоже находится на весьма комфортном для поддержания макроэкономической стабильности уровне. Величина резервов практически эквивалентна объему внешнего долга, и это дает уверенность в том, что, несмотря на потрясения, происходящие на международных финансовых рынках, уровень резервов позволит России успешно обслуживать свой международный долг.

Несколько слов о российском финансовом рынке. Здесь также наблюдаются очень значительные достижения. Индекс РТС за последние 10 лет вырос почти в 40 раз. Капитализация рынка практически достигла уровня 100% от ВВП. Если посмотреть в будущее, с учетом ожидаемых показателей роста ВВП и связанных с этим доходов компаний можно ожидать продолжение роста фондового рынка в России. Иными словами, этот процесс имеет под собой прочную макроэкономическую основу. Конечно, это не прогноз. Волатильность мировых финансовых рынков может не дать вырасти рынку акций. Наконец, российский банковский сектор значительно упрочил свое положение за последние 10 лет. Несмотря на то что Россия все еще отстает от развитых и даже восточно-европейских стран по степени развития банковского сектора, все же страна находится на полпути к достижению уровня развитых рынков.

Исходя из этого можно сделать некоторые выводы. Россия уже создала фундамент для макроэкономического развития, и этот фундамент позволяет нам благоприятно судить о стабильности развития страны в среднесрочной перспективе — 3, возможно, 5 лет. Сравнивая Россию с другими странами, особенно на развива-

ющихся рынках, можно сделать вывод о том, что Россия значительно лучше защищена от глобальных потрясений, чем большинство других развивающихся стран. В этом отношении можно сослаться на недавнее исследование рейтингового агентства *Standard & Poor's*. В своем исследовании агентство сделало заключение о том, что Россия является самой защищенной страной среди развивающихся стран нашего географического региона с позиций возможных негативных последствий от колебаний глобальной ликвидности. У тех стран, которые больше всего подвержены этому риску, — Исландии, Балтийских стран сейчас как раз наблюдаются серьезные проблемы. Прочный макроэкономический фундамент, который имеет Россия, послужил основанием для пересмотра в сторону возможного повышения суверенного рейтинга России двумя международными рейтинговыми агентствами — *Standard & Poor's* и *Moody's*. Это говорит о том, что Россия имеет очень хорошие шансы получить от этих агентств рейтинг А уже в текущем году. Длинная пауза с момента предыдущего повышения рейтингов подсказывает, что повышение рейтинга действительно возможно.

### **«ОТВЯЗКА» ЭКОНОМИКИ ОТ НЕФТЯНЫХ ЦЕН ПО-ПРЕЖНЕМУ ОСТАЕТСЯ ОСНОВНЫМ ВЫЗОВОМ НА ДОЛГОСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ**

Итак, Россия имеет очень хорошую предысторию, которая поможет обсудить будущие перспективы отечественной экономики. Одним из ключевых моментов в этом отношении является ответ на вопрос: насколько развитие российской экономики определяется динамикой нефтяных цен и связано с ней? Если проанализировать результаты исследований по данному вопросу, проведенных разными исследовательскими центрами, то выяснится, что в большинстве исследований обнаружена сильная зависимость между этими показателями в 1990-е гг. Однако уже в этом десятилетии появились новые факторы роста в России, которые позволяют прийти к выводу, что зависимость российской экономики от цен на нефть уменьшилась. Эти новые факторы включают в себя прежде всего рост инвестиций в основные фонды, причем рост, который опирается на диверсифицированную основу, государственные инвестиции, а также инвестиции частного сектора. Отдельного упоминания заслуживают прямые иностранные инвестиции.

Другой фактор — это развитие внутреннего рынка, внутреннего потребительского спроса. Этот фактор непосредственно вытекает из упоминавшегося быстрого развития банковского сектора, в частности потребительского кредитования. Данные факторы помогают улучшить структуру российской экономики и сделать ее более устойчивой к влиянию нефтяных цен. Одно из недавних наблюдений, на которое можно сослаться в этой связи, — то, что в настоящее время экономический рост не сильно ускоряется в связи с ростом нефтяных цен.

Является ли это достаточным основанием для того, чтобы прийти к выводу о том, что российская экономика на сегодняшний день полностью защищена от влияния нефтяных цен? Здесь, естественно, прежде всего имеется в виду возможность снижения в будущем нефтяных цен. Однозначного ответа на этот вопрос нет. Наверняка самый лучший способ ответить на этот вопрос — посмотреть, что происходило в российской экономике во время последнего эпизода снижения нефтяных цен. Это произошло в 2001 г., когда они упали практически на 20%. Этот год не был очень успешным для России, потому что темпы роста ВВП снизились на 5 процентных пунктов, причем некоторое замедление наблюдалось еще и в 2002 г. Это говорит о том, что многое еще необходимо сделать для того, чтобы диверсифицировать экономику России, что сделает ее менее зависимой от нефтяных цен.

Говоря о нефтяных ценах, важно отметить, что динамика российского экспорта тесно связана с изменениями цен на нефть. При этом сальдо торгового баланса в гораздо меньшей степени положительно реагирует на рост нефтяных цен. Дело в том, что, несмотря на быстрый рост экспорта, импорт растет еще более быстрыми темпами. Причем если рост экспорта в значительной степени обуславливается ценовым фактором, ростом цен на углеводороды и другие сырьевые ресурсы, то рост импорта в основном отражает рост физических объемов импортируемых товаров. Поэтому при прекращении роста мировых нефтяных цен можно ожидать резкого снижения положительного сальдо торгового баланса за счет продолжения быстрого роста импорта. Это несет в себе фактор риска для среднесрочной устойчивости платежного баланса.

Второй ключевой вопрос, ответ на который определит перспективы развития нашей страны, — вопрос о том, в каком экономическом росте нуждается Россия. Существуют две точки зрения по этому



вопросу, два подхода, причем на сегодняшний день даже на уровне правительства нет единогласия. Один из подходов основан на том, что чем выше темпы экономического роста, тем лучше для России. Экономическая политика, которая строится исходя из этого подхода, конечно, даст выигрыш в развитии экономики и доходах в краткосрочной перспективе, но в долгосрочной перспективе кумулятивный рост экономики и доходов оказывается ниже. Альтернативным является подход, делающий акцент на поддержании устойчивости экономического роста и недопущении высокой инфляции. Данный подход допускает некоторое снижение темпов роста, если борьба с инфляцией требует этого. Этот подход требует изменения государственной политики в финансовой сфере экономики.

Попытаемся схематично описать, что может произойти при выборе Россией каждого подхода. При выборе первого подхода в течение первых нескольких лет темпы экономического роста могут быть выше, но возникнет высокий риск «мягкой» или «жесткой посадки» экономики. Тогда темпы роста резко упадут, и в целом выгода для страны с точки зрения экономического роста и доходов населения начнет уступать второму подходу, при котором темпы роста экономики сохраняются постоянными, хотя изначально и более низкими, в течение всего периода.

В данный момент, похоже, власти склоняются к выбору первого подхода, сделав основным приоритетом поддержание высоких текущих темпов экономического роста. В свою очередь это подразумевает дальнейшее ослабление бюджетной политики, сокращение бюджетного профицита из-за наращивания бюджетных расходов, в то время как Центральный банк проводит ограничительную кредитно-денежную политику, повышая нормативы резервирования и процентные ставки. Такое сочетание макроэкономических политик увеличивает риск для среднесрочного развития страны.

### **НАБЛЮДАЕМЫЙ ПЕРЕГРЕВ ЭКОНОМИКИ ТРЕБУЕТ НЕКОТОРОГО ОХЛАЖДЕНИЯ**

Следующий вопрос носит более конкретный характер и сейчас широко освещается в средствах массовой информации. Это вопрос о том, находится ли российская экономика в состоянии перегрева, демонстрируя слишком высокие темпы роста. Чтобы вынести суждение об этом, специалисты по макроэкономи-

ке смотрят на различные показатели, которые сигнализируют о том, является ли наблюдаемый рост экономики чрезмерным или нет. Для разных экономик перегрев может наблюдаться при совершенно различных темпах роста, в зависимости от ряда факторов, среди которых — уровень достигнутого экономического развития, благоприятный бизнес-климат и т. д. Судя по всему, России по силам поддерживать достаточно высокие устойчивые темпы экономического роста в пределах 5,5–6,5%, что выше, чем в развитых странах.

Вместе с тем ряд показателей говорит о том, что российская экономика достигла состояния перегрева. Один из показателей — это сочетание ускоряющейся экономики и разгоняющейся инфляции. Такие высокие темпы роста ВВП, какие были в прошлом году и в начале этого года, не наблюдались в России в последние 6–7 лет.

Другой показатель состояния экономики — это строительный бум. Если посмотреть на строительный сектор, особенно сектор строительных материалов, то заметно наличие двух эффектов. Первое — это очень высокие темпы роста. Они выше, чем в целом темпы экономического роста страны и промышленности. Еще более важно то, что рост цен на основные стройматериалы (кирпич, цемент) идет очень быстрыми темпами, опережающими рост цен в экономике в целом. Согласно экономической теории, это говорит о том, что в экономике происходит строительный бум. Это считается признаком, симптомом перегрева экономики.

Ресурсные ограничения рабочей силы, капитала, инфраструктурные ограничения — еще один важный показатель, который надо учитывать, чтобы вынести суждение о перегреве экономики. В России эти ограничения проявляются все сильнее и сильнее. Один из признаков проявления ресурсных ограничений в части трудовых ресурсов — это рост зарплат, опережающий рост производительности труда. Статистические данные говорят о том, что в течение последних нескольких лет реальная зарплата в обрабатывающей промышленности начала превышать рост производительности. Хотя доля затрат на оплату труда в расчете на единицу производимой продукции стабилизировалась, это является следствием того, что рост цен производителей выше, чем рост потребительских цен. Вполне вероятно, что в будущем рост потребительских цен может превысить рост цен производителей, так как рост цен производителей во многом отражает быстрый рост цен

на минеральные ресурсы. Это может привести к относительному росту расходов на оплату труда в структуре себестоимости продукции и в результате к быстрому ухудшению конкурентоспособности.

Наконец, количественное и качественное ухудшение платежного баланса также может свидетельствовать о перегреве экономики. В течение последних лет ежегодные темпы роста импорта увеличивались. В этом году импорт может вырасти почти в 1,5 раза — это очень высокие темпы. Важно отметить, что российский экспорт растет в основном за счет роста экспортных цен, в то время как рост импорта происходит в основном за счет роста физических объемов. В результате объем экспорта становится сильно зависимым от колебаний мировых цен на сырье. Это не может не вызывать беспокойства.

Итак, признаков перегрева российской экономики достаточно много. Однако Россия в этом отношении не уникальна. Не только в России наблюдаются признаки перегрева. Если посмотреть на страны, относящиеся к развивающимся, то во многих из них — Прибалтике, Казахстане, Вьетнаме, Шри-Ланке — ситуация вызывает еще большее беспокойство. В отличие от России, у них не такие сильные фундаментальные макроэкономические позиции в части долговых обязательств, платежного баланса, поэтому макроэкономические риски России не способны вылиться в большие проблемы для экономики в ближайшие годы. В то же время если наблюдаемые негативные тенденции в экономике будут продолжать действовать в течение нескольких лет, то они могут привести к действительному ухудшению ситуации, к значительному риску для экономики и для стабильности страны.

### **УЖЕСТОЧЕНИЕ БЮДЖЕТНОЙ И КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ ЕЩЕ НЕ ПОСТАВЛЕНО В КАЧЕСТВЕ ПОЛИТИЧЕСКОЙ ЗАДАЧИ**

Следует обсудить также некоторые вопросы, касающиеся кредитно-денежной политики. Перед Центральным банком стоят непростые задачи, особенно если учитывать ослабление бюджетной политики. Прежде всего при проведении денежной политики власти должны принимать во внимание временные лаги, т. е. эффект запаздывания реакции экономики на действия денежных властей. Должно пройти определенное время, прежде чем снижение и повышение процентных ставок, изменение резервных требований



скажутся на финансовом секторе и (или) экономике. Если ставить задачу снижения сегодняшней высокой инфляции, то нужно отдавать себе отчет, что принимаемые меры экономической политики дадут эффект гораздо позднее, во многих случаях в следующем году. Из этого следует, что проблему сегодняшней высокой инфляции надо было решать в прошлом году. Еще одним следствием этого является то, что инфляция будущего года будет сильно зависеть от мер макроэкономической политики, реализуемых сегодня.

С временными лагами, а также с проблемой политического выбора связан также вопрос об укреплении рубля как меры борьбы с инфляцией. Возможно, какой-то небольшой положительный эффект от сильного рубля и будет наблюдаться через 3–6 месяцев после укрепления, но нужно иметь в виду, что усиление рубля может также иметь отрицательные последствия из-за того, что рынки начнут ждать укрепления. Это влечет за собой усиление притока капитала в страну, ускорение роста денежной массы и в конечном счете инфляции. Иными словами, некоторое снижение инфляции этого года мерами курсовой политики может ускорить инфляцию в будущем году.

Перед Центральным банком стоит еще одна проблема, связанная с денежной

политикой. Если ситуация с ликвидностью банковской системы ухудшится, то Центральному банку придется рефинансировать банки. В большинстве развитых экономик рефинансирование банковского сектора производится посредством операций на открытом рынке с гособлигациями. В России рынок государственных облигаций не очень ликвиден и объемов, поэтому Центральный банк должен использовать альтернативные инструменты для регулирования рублевой ликвидности. Пока что он успешно делал это. Центробанк начал принимать различные акты в качестве обеспечения своих кредитов, существенно увеличив потенциальный объем рефинансирования. Однако если заглянуть в будущее, остается неясным, какие механизмы требуемого устойчивого роста денежной массы намерен использовать Центральный банк, если чистый приток капитала сбалансируется или сменится устойчивым оттоком. Использование в этих целях операций однодневного и недельного РЕПО вряд ли может рассматриваться в качестве постоянного источника предложения денег в экономике. Рынку нужны более долгосрочные инструменты.

У этой проблемы есть и другая сторона, не менее сложная. При сохранении устойчивого притока капитала и высоких цен на нефть задача Центрального банка будет заключаться в том, как аб-

сорбировать избыточную рублевую ликвидность. Эта задача еще более усложняется с учетом возникших признаков раскручивания инфляционной спирали зарплат. Население, ощущающее рост цен на своих карманах, ожидает и требует дополнительной индексации зарплат, что приводит к ускорению роста номинальных зарплат в экономике. В свою очередь это подталкивает вверх цены, ускоряет инфляцию. Если посмотреть на данные Госкомстата за апрель и май текущего года, то можно заметить, что рост зарплат уже ускорился до 31% в годовом выражении.

Чем это осложняет задачу Центрального банка? Увеличение зарплат в экономике, который Центральный банк не может контролировать, влечет за собой рост наличных денег в экономике, подталкивая рост денежной базы и других денежных агрегатов. В этой ситуации Центральный банк, стремящийся не допустить чрезмерного роста денежных агрегатов, вынужден зажимать безличную часть денежной массы, в том числе снижая объем ликвидности в банковской системе. Таким образом, существует риск того, что банковский сектор станет жертвой отрицательных тенденций в экономике. Если же не предпринимать мер по контролю над ростом денежного предложения, это чревато сохранением высоких темпов роста цен.

## НОВОСТИ НДЦ

# Международное рейтинговое агентство Thomas Murray повысило рейтинг центрального депозитария НДЦ до AA- с прогнозом «стабильный»

Международное рейтинговое агентство *Thomas Murray* повысило рейтинг центрального депозитария НДЦ до AA-, что соответствует очень низкому уровню риска. Прогноз рейтинга — «стабильный».

Общий рейтинг базируется на оценке уровней следующих видов рисков:

Публичный рейтинг ЦД	Рейтинг НДЦ
Общий рейтинг	AA-
Риск резервирования (преддепонирования) активов	A+
Риск ликвидности	A+
Риск взаимодействия (контрагентов)	A+
Финансовый риск	AA
Операционный риск	AA-
Риск обслуживания активов	AA-

Рейтинг AA-, присвоенный компанией *Thomas Murray*, в очередной раз подтверждает высокую финансовую стабильность НДЦ и низкий риск для депонентов при проведении операций через НДЦ. «Стабиль-

ный» прогноз рейтинга свидетельствует об отсутствии немедленных изменений, которые могут повлиять на рейтинг в ближайшее время.

Повышение рейтинга учитывает обязательство НДЦ развивать и совершенствовать свои технологии и системы на постоянной основе с целью минимизации рисков участников рынка. В данной области НДЦ в прошлом году добился значительных успехов, в частности снизил риск взаимодействия (контрагентов), финансовый и операционный риски.

Рейтинг по риску взаимодействия (контрагентов) был повышен с A до A+. Принятые в НДЦ критерии для депонентов предполагают, что клиенты ММВБ/НДЦ — в основном профессиональные участники рынка, имеющие лицензию ФСФР России. С января 2008 г. ФСФР России начала программу по внедрению более высоких требований по капитализации всех профессиональных участников рынка ценных бумаг. Лицензируемые участники также обязаны предоставлять ФСФР России и ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» финансовую информацию и сведения о сделках.

Рейтинг финансового риска был повышен с AA- до AA в связи с повышением страхового покрытия до 50 млн долл. (годом ранее —

## СВОБОДНОЕ ПЛАВАНИЕ ДЛЯ РУБЛЯ И ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ — ЛЕГЧЕ СКАЗАТЬ, ЧЕМ СДЕЛАТЬ

Наконец, еще один вопрос, который стоит перед Центральным банком: как перейти к инфляционному таргетированию, управлению инфляцией через механизм процентных ставок? Центробанк ставит задачу перехода к инфляционному таргетированию в течение ближайших 2–3 лет, что предполагает также переход к режиму свободного плавления рубля. Особенность России в том, что ее платежный баланс по-прежнему сильно зависит от нефтяных цен, от углеводородного сектора экономики. В отличие от Норвегии, в России дополнительная валютная выручка, поступающая в связи с ростом цен на нефть и газ, лишь частично направляется в государственные фонды. Если полностью перейти к свободно плавающему обменному курсу, то не только платежный баланс, но и курс станут очень чувствительными к существенным изменениям цен на нефть в любом направлении. Если цены будут продолжать расти, то мы можем увидеть очень быстрое укрепление рубля, а если цены сильно пойдут вниз, то мы увидим, наоборот, очень серьезное обесценивание рубля. Поэтому мне кажется, что более реально ставить задачу не перехода к свободно плавающему обменному курсу

через 2–3 года, а перехода к более широкому валютному коридору. В качестве потенциальных границ этого коридора можно обозначить уровень  $\pm 15\text{--}20\%$  от некоего среднего уровня коридора.

Какие выводы можно сделать из всего вышесказанного для динамики курса рубля и процентных ставок? В мае Центральный банк ввел новый механизм валютных интервенций внутри существующего валютного коридора, что сделало курс рубля против бивалютной корзины более волатильным и менее предсказуемым. В результате, по моим оценкам, лишь примерно 18 млрд долл. из прогнозируемого профицита текущего счета в этом году при ценах на нефть около 100 долл. за баррель будут создавать давление на рубль в сторону укрепления. Это означает, что динамика курса рубля в значительной мере обуславливается движением капитальных потоков. Сильный отток капитала способен ослабить рубль вплоть до верхней границы коридора. Поэтому дальнейшее расширение границ валютного коридора не обязательно предполагает немедленное и устойчивое укрепление рубля. Постепенное ослабление платежного баланса предполагает, что в какой-то момент тенденция к укреплению рубля сменится на противоположную тенденцию.

Будущая динамика процентных ставок определяется двумя факторами. Переход к инфляционному таргетированию в усло-

виях высокой инфляции неминуемо влечет за собой рост процентных ставок. Однако не надо ожидать, что процентные ставки будут двигаться лишь в одном направлении — в сторону повышения. В периоды большого притока капитала, как сейчас, ситуация с рублевой ликвидностью существенно улучшается и краткосрочные процентные ставки на межбанковском рынке снижаются. Сейчас ведущие российские банки и компании выходят на глобальные финансовые рынки. Это означает, что в ближайшие несколько недель ситуация с ликвидностью будет оставаться благоприятной, несмотря на предстоящую уплату крупной суммы квартального НДС в июле. Поэтому в ближайшее время краткосрочные ставки будут оставаться достаточно низкими. Скорее всего, большая волатильность этих ставок при сохранении общего повышательного тренда сохранится и в горизонте одного года. Постепенное повышение Центральным банком своих депозитных ставок будет ограничивать снизу величину процентных ставок на межбанковском рынке. Если говорить о долгосрочных ставках, то ситуация сильно отличается. Эти ставки в гораздо меньшей степени подвержены колебаниям и демонстрируют четко выраженный повышательный тренд, особенно в 5-летнем диапазоне. Есть все основания полагать, что это движение продолжится в ближайшие годы. ■

25 млн долл.) в августе 2007 г. и увеличением собственного капитала к концу 2007 г. до 1,35 млрд руб., или примерно 55 млн долл. (на конец 2006 г. — 35 млн долл.). Прибыльность депозитария осталась на том же уровне, несмотря на снижение тарифов за услуги по хранению ценных бумаг на 15%.

В 2007 г. НДЦ поддерживал постоянные высокие темпы совершенствования операционного блока для снижения операционного риска, и, как следствие, рейтинг операционного риска был повышен с А+ до АА-. Основные изменения, которые способствовали повышению рейтинга операционного риска:

- Качество процедур было повышено по всем операциям. Аудит, проводимый Отделом внутреннего контроля, включает проверку использования и понимания процедур персоналом.
- Система ЭДО поддерживает проведение эффективной сверки между материалами депозитарного учета НДЦ и системами ведения реестра, а также между депонентами и НДЦ.
- Были созданы две новые контролирующие роли в Операционном управлении для надзора и проверки, чтобы операционные процедуры проводились правильно и вовремя.
- Внешний операционный аудит, проведенный ЗАО «Делойт и Туш СНГ» в 2008 г., не выявил существенных недостатков в области внутреннего контроля. Следующий операционный аудит запланирован на 2009 г.
- Произошли улучшения в области обеспечения непрерывности бизнеса, некоторые сотрудники постоянно работают из второго офиса.
- План преодоления чрезвычайных ситуаций, предусматривающий новые расширенные меры обеспечения работоспособности

НДЦ, был протестирован и предусматривает наличие резервного вычислительного центра, функционирующего в режиме, близком к «боевому».

**Саймон Томас**, исполнительный директор компании *Thomas Murray* и начальник управления рейтингов, сказал: «*Thomas Murray тесно сотрудничал с НДЦ в последние 2 года для оценки контрольных процедур и мер по снижению операционного риска, и очень приятно видеть, что стремление НДЦ к внедрению постоянных улучшений и снижению риска выразилось в повышении рейтинга. Повышение рейтинга по риску контрагентов, финансовому и операционному рискам отражает прогресс, достигнутый НДЦ, в частности, в повышении финансовой стабильности в форме повышения капитализации и страхового покрытия, а также в других мерах по снижению рисков. У НДЦ хорошая позиция для продолжения поддержки российской инфраструктуры. Однако перед депозитарием стоит существенный вызов, и он находится в некоторой неопределенности, поскольку до сих пор не принят закон о Центральном депозитарии, который определил бы порядок работы Центрального депозитария в России.*»

**Николай Егоров**, Директор НДЦ, отметил: «*Мы рады, что наши усилия были отмечены повышением общего рейтинга и рейтинга по трем группам риска. Работа с Thomas Murray ведется постоянно и помогает нам выявить сферы, на которых нам надо сосредоточиться в будущем для снижения рисков. Это независимое компетентное мнение о распределении рисков НДЦ дает уверенность нашим депонентам, участникам и другим заинтересованным лицам в том, что НДЦ использует эффективные методы снижения риска.*»





НАТАЛЬЯ СИДОРОВА

Директор, Начальник Департамента депозитарных услуг  
ING Wholesale Banking

## РОЛЬ КАСТОДИАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ В ОТСУТСТВИЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК АКТИВНО РАЗВИВАЕТСЯ, О ЧЕМ СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ НЕМАЛО ФАКТОРОВ, СПОСОБНЫХ ПОРАДОВАТЬ ИНВЕСТОРОВ: БЛАГОПРИЯТНАЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ И ПОЛИТИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ, УСТОЙЧИВЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ, РАЗВИТИЕ И ПОЯВЛЕНИЕ НОВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОДУКТОВ И УСЛУГ. ОПУБЛИКОВАНА СТРАТЕГИЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, ВЕДЕТСЯ РАБОТА ПО ПОВЫШЕНИЮ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ И ФОРМИРОВАНИЮ В РОССИИ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА. ОДНАКО, К СОЖАЛЕНИЮ, НА ДАННЫЙ МОМЕНТ НЕЛЬЗЯ ГОВОРИТЬ О КАКИХ-ТО КОРЕННЫХ ИЗМЕНЕНИЯХ В ОТНОШЕНИИ СОВРЕМЕННОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ.

### УРОВЕНЬ РАЗВИТИЯ РЫНКА И СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ КАСТОДИАЛЬНЫХ УСЛУГ

Сегодня регулятор предпринимает активные шаги, направленные на повышение прозрачности и надежности инфраструктуры, снижение рисков. В то же время создание Центрального депозитария не вынесено в качестве одной из приоритетных задач на ближайшую перспективу. Это, с одной стороны, не позволяет говорить о том, что современный уровень российской инфраструктуры достиг уровня международной инфраструктуры, а с другой стороны, не меняет ни расстановку сил на рынке, ни число и качество его

участников. Именно поэтому хотелось бы поговорить о том, что же может сделать для рынка кастодиальный депозитарий в отсутствие Центрального депозитария.

Давайте проанализируем, какие изменения произошли на рынке и какое влияние это оказывает на состояние современных кастодиальных услуг. Продолжается процесс консолидации реестров, планируется усилить надзор регуляторов за их деятельностью. Развиваются и предлагают новые продукты крупнейшие биржи – ММВБ и РТС: это и концепция центрального контрагента, и неттинг, и различные новые схемы «поставки против платежа» в рублях. Расчетные депозитарии ДКК и НДЦ не остаются в стороне

и также предлагают новые продукты и услуги. Означает ли это, что кастодиальному депозитарию скоро не найдется места на рынке и ему придется сворачивать свою деятельность? По нашему убеждению, нет.

Более того, именно сейчас, когда мы понимаем, что до создания Центрального депозитария пройдет еще несколько лет, и возрастает роль кастодиального депозитария. Однако это не означает, что, как думают некоторые участники рынка, кастодиальный депозитарий стоит на пути прогресса и всячески противится созданию Центрального депозитария, поскольку «якобы боится потерять свой бизнес». Это не так. И хотелось бы подчеркнуть,



что те новые продукты и услуги, которые предлагает кастодиальный депозитарий, возникают не благодаря отсутствию Центрального депозитария, а вопреки этому.

Давайте посмотрим, как кастодиальный депозитарий может снизить риски инфраструктуры, какие основные продукты и услуги он для этого предлагает, какой тип клиентов обслуживает и что ожидают от него такие клиенты с учетом новых тенденций на рынке.

## ТИПЫ КЛИЕНТОВ

Специфика услуг, оказываемых локальным кастодианом, в значительной степени зависит от того, какой тип клиентов они обслуживают. Можно выделить 2 основных типа: *иностранные клиенты*, в основном представленные глобальными кастодианами и иностранными фондами, и *локальные клиенты*, к которым относятся российские брокеры и финансово-промышленные группы.

Требования, предъявляемые к кастодиану клиентами — резидентами и нерезидентами, в чем-то схожи (в частности, это относится к качеству предоставляемых услуг и операционной безупречности), однако имеют и много различий. Так, российские брокеры в большей степени концентрируются на минимизации расходов и сокращении сроков обработки депозитарной операции. В то же время клиент-нерезидент, а особенно такой тип клиента, как глобальный кастодиан (который, кстати, является самым требовательным типом клиента), вынужден задумываться и о других вопросах и проблемах, связанных с его статусом и спецификой российского законодательства.

Несмотря на разницу между этими типами клиентов, необходимо заметить, что их многое и объединяет. Так, например, услуги, которые они хотят получить от локального кастодиана, напрямую связаны с теми рисками и недостатками инфраструктуры, которые хорошо нам известны. Остановимся лишь на нескольких основных.

## ПЕРЕРЕГИСТРАЦИЯ ЧЕРЕЗ РЕЕСТРЫ

Одной из проблем по-прежнему является перерегистрация через реестры. Хорошо известно, что у регистраторов нет унифицированных тарифов, существуют различные региональные коэффициенты, надбавки за срочность, дополнительные услуги и т. д. Таким образом, стоимость перерегистрации, не говоря уже о ее сроках, может значительно варьироваться, достигая нескольких десятков тысяч долларов, что не позволяет контрагентам

с точностью «зашить» финальную стоимость расчетов в цену сделки. И это при том, что такая стоимость за пределами высока! Регистратор не заинтересован в снижении или унификации комиссии за перерегистрацию, поскольку это повлияет на его доходы от этого вида деятельности. Единственным исключением в данном случае является, пожалуй, ЦМД, который ввел единый тариф на операцию любого вида и не отталкивается от суммы сделки.

Другой проблемой является то, что хорошая сама по себе идея удаленного доступа с каждым из регистраторов, активно лоббируемая ПАРТАД, выхолащивается, поскольку каждый из регистраторов настаивает на том, чтобы использовалось именно его программное обеспечение, а говорить о единых стандартах пока не приходится, так как стандарты ПАРТАД не только далеки от совершенства, но и от принятых в международной практике стандартов ISO.

Для того чтобы клиенты кастодиального депозитария могли избежать перерегистрации, существует несколько способов. Один из них — избежать внешних переводов при смене собственности путем осуществления хранения клиентских активов и расчетов по сделкам через расчетные депозитарии — ДКК и НДЦ. Это действительно во многом решило бы проблему, но не следует забывать о том, что в существующем правовом поле при назначении субдепозитария кастодиан несет ответственность за его действия как за свои собственные, если только он не действует по инструкции своего клиента. Захочет ли клиент дать такую инструкцию — во многом зависит от того, о каком клиенте идет речь. Мы знаем, что российские брокеры рассчитываются через расчетные депозитарии, и их использование является для них стандартной рыночной практикой. Это в той или иной степени относится и к европейским кастодианам. Другое дело — такой тип клиента, как американский глобальный кастодиан. При выборе субкастодиана глобальный кастодиан руководствуется критериями, установленными Правилом 17f-7, которое позволяет американским инвестиционным фондам и их глобальным кастодианам хранить ценные бумаги только в том иностранном депозитарии, который отвечает принятым критериям.

В частности, что касается определения надежного иностранного депозитария (*eligible foreign depository*), Правило 17f-7 в качестве первого критерия устанавливает наличие централизованной системы учета ценных бумаг.

Есть ли в России организации, полностью соответствующие этим критериям?

Если говорить о «приемлемом зарубежном кастодиане», то да — и это, в частности, «дочки» крупных иностранных банков. Что же касается централизованной системы учета ценных бумаг — это вопрос, на который можно смотреть по-разному. Мы знаем, что и ДКК, и НДЦ считают себя полностью соответствующими требованиям Правила 17f-7, т. е. каждый из этих крупнейших расчетных депозитариев считает себя ячейкой централизованной системы учета ценных бумаг. Действительно, в положениях Правила 17f-7 не оговорено, что организация, осуществляющая централизованный учет ценных бумаг, может быть только одна. Однако в отсутствие юридически закрепленного статуса ЦД наши клиенты, и особенно американские глобальные кастодианы, не могут однозначно признать ни ДКК, ни НДЦ соответствующими требованиям Правила 17f-7, поэтому не могут хранить активы на их счетах. Это означает, что рынок должен стремиться к созданию централизованной расчетной инфраструктуры и де-юре Центрального депозитария в самой ближайшей перспективе. Для западных инвесторов отсутствие такой инфраструктурной организации — весьма существенный фактор, который на данном этапе не позволяет им с приемлемым уровнем риска покупать и хранить ценные бумаги в России.

## СХЕМА УСКОРЕННЫХ РАСЧЕТОВ

Для оптимизации расчетов и сокращения расходов обоих типов клиентов *ING Wholesale Banking* совместно с НДЦ разработал Схему ускоренных расчетов (SSS), которая по сути является своего рода «мостом» и основана на открытии пары операционных счетов НДЦ в *ING Wholesale Banking* и *ING Wholesale Banking* в НДЦ. *ING Wholesale Banking* также планирует запустить подобную схему и с ДКК. Наличие такого рода схем позволит не только избежать перерегистрации, но и в течение одного дня конвертировать акции в депозитарные расписки через выпускающие депозитарии *Bank of New York* и *JP Morgan*, а также выводить акции на биржи для торгов.

С целью сокращения расходов клиентов на перерегистрацию, а также в связи с тем, что клиенты *ING Wholesale Banking* часто рассчитываются с клиентами Ситибанка и наоборот, *ING Wholesale Banking* открыл с Ситибанком взаимные счета, что позволяет совершать расчеты по сделкам путем внутренней проводки либо на книгах Ситибанка или книгах *ING Wholesale Banking*.



## РАСЧЕТЫ ПО ПРИНЦИПУ DVP

Вторым серьезным негативным фактором является децентрализованность рынка. Одна из основных проблем разрозненности расчетно-учетной системы — отсутствие единообразия в расчетах по принципу DVP.

Риск непоставки ценных бумаг или неполучения денежных средств представляет наибольшую опасность и является основным источником системного риска, поскольку невыполнение одной стороной

вершением различных вариантов расчетов по так называемой «индивидуальной» схеме DVP, т. е. сделкам, требующим нестандартного подхода, офшорных расчетов по эскроу-счетам, нескольким триггерам по переводу денежных средств и ценных бумаг, активу, не подлежащему депозитарному учету, и т. д.

Еще одним из недостатков является несоответствие расчетов по денежным переводам общепринятым мировым нормам и операционные сложности, связанные с расчетами.

кастодианам оценивать Россию как страну с развитой инфраструктурой, отвечающей их требованиям, и почему кастодианам выгодно появление Центрального депозитария?

Не будем подробно останавливаться на проблеме отсутствия концепции иностранного номинального держателя и всех вытекающих из этого вопросов, а также проблеме признания иностранного инвестора юридическим лицом, тем более что понимания у регуляторов в отношении разрешения этих вопросов мы так и не нашли. Подойдем к вопросу с практической точки зрения.

Как уже упоминалось, американские инвесторы пока не готовы перейти в ДКК и НДЦ, поэтому хранят и рассчитывают активы в регистраторах, неся соответствующие транзакционные издержки. Казалось бы, есть еще европейские инвесторы. Однако и они вынуждены идти на реестровую перерегистрацию, коль скоро их контрагент — американец. Вердикт парадоксален: торговать российскими акциями выгодно, а рассчитываться по ним — нет!

Не будем забывать и о дополнительных рисках, связанных с использованием разрозненной сети реестров, по-прежнему разбросанных по всей стране и, несмотря на единое для них законодательство, по-прежнему во многом работающих так, как им удобно.

Возникновение Центрального депозитария решит эти проблемы. Появится инфраструктурная «точка входа» на рынок, т. е. централизованность, а также будет сделан значительный шаг в сторону уменьшения риска и повышения привлекательности рынка с точки зрения снижения операционных издержек. В том числе в случае утраты активов Центральный депозитарий будет нести и дополнительную ответственность как центральный расчетный институт — как говорится, назвался груздем — полезай в кузов. Это при прочих равных условиях привлечет на рынок новых инвесторов. Как это отразится на кастодиальном бизнесе?

Для кастодиана централизованность расчетного института — это прежде всего полная определенность в отношении построения своей работы хотя бы с одной из сторон. Если со стороны клиентов кастодиан постоянно ждет, так скажем, «приятных» сюрпризов, то, имея с другой стороны Центральный депозитарий, кастодиан будет всегда уверен в завтрашнем дне и в унифицированности расчетов в каждом отдельно взятом случае.

Что означают для кастодиана приток новых инвесторов на рынок и стандартизация расчетов? Ответ очевиден: воз-

## С появлением Центрального депозитария будет сделан значительный шаг в сторону уменьшения риска и повышения привлекательности рынка.

своих обязательств по сделке влечет за собой неисполнение или несвоевременное исполнение своих обязательств и другими сторонами, нарушая, таким образом, стабильность расчетных систем и финансовых рынков.

Несмотря на многочисленные схемы расчетов по принципу DVP, ни один из способов, предлагаемых в данное время основными биржами и расчетными депозитариями, не является обязательным, полностью законодательно и операционно урегулированным и не имеющим недостатков. Это приводит к снижению количества участников и доли таких расчетов, а также, в общем и целом, сохраняет уровень рисков, о которых мы упоминали ранее. Это особенно относится к востребованности таких схем иностранными инвесторами, часть из которых по-прежнему не используют расчетные депозитарии. Кроме того, открытие ими счета в расчетных палатах связано с определенными сложностями.

Отсутствие единообразия в предлагаемых на рынке схемах DVP заставило *ING Wholesale Banking* включиться в процесс разработки стандартных схем расчетов по принципу DVP в рублях, евро и долларах США. Сразу оговоримся, что, не имея клиринговой лицензии, *ING Wholesale Banking* не собирается осуществлять клиринг. Как только этот продукт будет завершен, мы сможем представить его рынку. Необходимо подчеркнуть, что мы говорим именно о стандартной схеме DVP, т. е. о сделках по купле-продаже ценных бумаг, характеризующихся однородными признаками (один покупатель и один продавец, стандартные условия поставки и т. д.). В то же время *ING Wholesale Banking* продолжает работать и над усо-

По нашему убеждению, пока не будут приняты радикальные законодательные меры, позволяющие осуществлять расчеты в рублях на тех же принципах, по которым ведутся расчеты в других валютах на развитых рынках, рублевые расчеты по-прежнему будут малопривлекательны для иностранных инвесторов.

### ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ КАСТОДИАНОВ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Вернемся к той категории инвесторов, которых мы называем глобальными кастодианами. Давайте посмотрим, в чем их специфика, чего они ждут от рынка, который претендует на звание финансового центра, и почему на данном этапе рынок не соответствует их ожиданиям.

Во всем мире глобальные кастодианы используются международными инвесторами, а также крупнейшими взаимными, пенсионными и, что очень важно, так называемыми «суверенными» фондами с целью получения широкого спектра услуг по хранению и администрированию активов фондов, причем не в одной стране, а в нескольких странах или даже регионах.

То есть, хотя глобальные кастодианы по сути и не являются непосредственными инвесторами и собственниками ценных бумаг, де-факто они и есть те самые иностранные инвесторы, массового прихода на рынок которых все мы ждем с таким нетерпением, поскольку на рынке они действуют от имени своих клиентов, выполняя роль посредников.

Почему же отсутствие Центрального депозитария не позволяет глобальным



возможности для дальнейшего развития бизнеса, в том числе возможность путем уменьшения комиссии за хранение и операции за счет роста объемов увеличивать прибыльность.

Таким образом, создание Центрального депозитария вовсе не означает потерю локальными кастодиальными банками бизнеса, хотя законопроект о ЦД допускает прямой выход на внутренний российский рынок международных расчетно-клиринговых систем и глобальных кастодианов.

Как мы много раз слышали от наших крупнейших клиентов, в их задачу, даже при появлении института ЦД, не входит отказ от агентов-субкастодианов. С чем это связано?

Использование агентов-субкастодианов в качестве «прослойки» между инвестором и Центральным депозитарием является стандартной международной практикой. При этом многие иностранные инвесторы предпочитают иметь дело с иностранными банками, относящимися к категории глобальных кастодианов или субкастодианов. Это, в частности, объясняется удобством и меньшими рисками для инвестора при работе не с несколькими, а лишь с одним субкастодианом, имеющим свои дочерние структуры в разных странах. Во-первых, в отличие от кастодиана, Центральный депозитарий объективно не сможет «разорваться» и обслуживать разных клиентов по-разному. Он, скорее всего, будет соответствовать принятым на развитых рынках нормам, будет использовать SWIFT и даже, может быть, когда-нибудь получит банковскую

лицензию. Однако невозможно представить, что он будет стремиться подстроиться под нужды каждого конкретного клиента, пусть и крупного, с мировым именем. Во-вторых, тарифная политика наверняка также будет единой, с минимальными девиациями. В-третьих, это конкурентные преимущества. С кем конкурировать Центральному депозитарию, если он монополист? За что конкурировать? И зачем стремиться к высочайшему качеству услуг?

Как видите, ключевым словом здесь является «гибкость». При рассмотрении глобальным кастодианом кандидата в субкастодианы большое значение придается в первую очередь гибкости. А гибкость — это и наличие персонала, говорящего на иностранных языках и обладающего достаточным уровнем профессиональной подготовки, и готовность предоставления нестандартных и дополнительных услуг и отчетности, и лоббирование, и услуги налогового консультанта, и наличие современных технологий приема/передачи информации, обработки данных, и защищенность от рисков, связанных с кастодиальной деятельностью, и разнообразные информационные услуги, и нестандартные тарифы, и многое другое.

Вернемся к требованиям и ожиданиям кастодиальных клиентов. Очевидно, что отвечать столь многочисленным и высоким требованиям могут лишь те организации, которые нацелены на обслуживание определенной клиентской базы в соответствии с мировыми стандартами и рыночными практиками. Поэтому хоте-

лось бы упомянуть об эволюционной составляющей такого широкого и важного вопроса, как *relationship* — построение взаимоотношений с клиентами. Эта эволюционная пирамида не требует дополнительных объяснений. Такие составляющие, как знания, люди и системы, обеспечивают безупречность работы и создают репутацию. Без них невозможно создание кастодиана высочайшего уровня.

Итак, существуют определенные сомнения, что будущий Центральный депозитарий (не важно, будет он сформирован на базе конкретной организации или с нуля) сможет проявлять гибкость в отношении предоставляемых им услуг и соответствовать уровню ожиданий и качеству обслуживания, в котором заинтересованы глобальные кастодианы и крупные иностранные инвесторы. В то же время кастодианы готовы и будут подстраиваться под нетривиальные требования клиентов.

В том, чтобы стать проводником по централизованной инфраструктуре, и будет состоять роль кастодианов. Таким образом, в отличие от ситуации с регистраторами, никакого конфликта интересов между Центральным депозитарием и кастодианами нет.

В связи с этим, и особенно вследствие того, что появление в России утвержденного законодательством Центрального депозитария потребует определенного времени, кастодиальным банкам еще предстоит проделать значительную работу по усовершенствованию своих услуг и продуктовой линейки. ■

## НОВОСТИ НДЦ

# НДЦ приступил к режиму опытной эксплуатации ЭДО с ЗАО «Специализированный регистратор “Реестр-Сервис”» и ЗАО «Профессиональный регистрационный центр»

НДЦ приступил к режиму опытной эксплуатации системы обмена электронными документами в процессе информационного взаимодействия с ЗАО «Специализированный регистратор “Реестр-Сервис”» и ЗАО «Профессиональный регистрационный центр».

Режим опытной эксплуатации предусматривает взаимодействие НДЦ как номинального держателя в реестрах владельцев ценных бумаг, ведение которых осуществляют ЗАО «Специализированный регистратор “Реестр-Сервис”» и ЗАО «Профессиональный регистрационный центр», как в электронной форме, так и с использованием бумажной формы документов при внесении регистратором записей об операциях и предоставлении информации по лицевым счетам НДЦ. Для взаимо-

действия между участниками транзита используется программное обеспечение клиентского рабочего места СЭД НДЦ (ПО «Луч»).

Договор об информационном взаимодействии НДЦ и ЗАО «Специализированный регистратор “Реестр-Сервис”» подписан 5 мая 2008 г., Соглашение о завершении тестирования электронного документооборота — 24 июня 2008 г.

Договор об информационном взаимодействии НДЦ и ЗАО «Профессиональный регистрационный центр» подписан 10 апреля 2008 г., Соглашение о завершении тестирования электронного документооборота — 27 июня 2008 г.

По завершении опытной эксплуатации стороны перейдут к безбумажному взаимодействию.



**Александр Артюхин**  
Менеджер по работе с клиентами  
Депозитарного управления ООО «Дойче Банк»

## ЗНАЮТ ЛИ ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ, ЧТО ПРЕДЛАГАЮТ ПРОВАЙДЕРЫ УСЛУГ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ?

В последнее десятилетие российский рынок ценных бумаг демонстрирует устойчивую положительную динамику роста. Основные биржевые индексы, а вместе с ними и капитализация российских компаний бьют рекорды, и рынок настолько эффективен, что доходы всех без исключения участников рынка активно возрастают. Даже за прошедший год, когда разгорелся международный финансовый кризис, Россия не только не потеряла в инвестиционной привлекательности, но и заработала дополнительные очки.

### УСЛУГИ, ПРЕДЛАГАЕМЫЕ КАСТОДИАНАМИ И ДЕПОЗИТАРИЯМИ

Многие международные эксперты называют Россию тихой гаванью, где иностранные инвестиции смогут переждать кризис. Нельзя с ними не согласиться. Но что будет, когда и этот период закончится, участники рынка перестанут получать сверхприбыли и настроения инвесторов поменяются? Полагаем, что только тогда, не раньше, мы всерьез задумаемся об улучшении инфраструктуры рынка.

Безусловно, нельзя сказать, что за почти 20-летнюю историю российского рынка ничего не сделано для его приведения в соответствие цивилизованным международным стандартам. Со времен

первой открытой подписки на акции МЕНАТЕП в Манеже прошло много лет, и, конечно, за это время государством в лице регулирующих органов, а также непосредственными участниками рынка была проделана колоссальная работа. Но давайте оглянемся назад и честно спросим себя: «Достаточно ли этого? Является ли российский рынок достойным конкурентом другим рынкам не по доходности, а по качеству предоставляемых услуг?» Ответ очевиден: впереди у нас еще много важных задач, которые нам предстоит совместными усилиями решить, чтобы можно было положительно ответить на этот вопрос.

Стихийность исторического развития отечественного рынка, особенно в первые годы его существования, во многом определила его характерные черты. В ка-

честве примера можно отметить полное отсутствие в российском законодательстве понятия «кастоди». С точки зрения регулирующих органов, разницы между кастодианами и депозитариями не существует, однако в реальности в работе этих институтов и перечне предоставляемых ими услуг есть значительные различия. Итак, что же может предложить кастодиан на российском рынке и что от него ожидает иностранный инвестор?

К стандартным видам услуг, которые предоставляют и кастодианы, и депозитарии, можно отнести:

- хранение ценных бумаг и обеспечение их сохранности;
- расчеты по сделкам с ценными бумагами;
- обслуживание корпоративных событий;



- перерегистрацию прав собственности и перевод ценных бумаг;
- предоставление отчетности;
- реконсиляцию с целью предупреждения или выявления несоответствий между записями на счетах клиентов и записями в реестрах и других депозитариях.

Не станем останавливаться на вышеперечисленных услугах подробно, отметим лишь, что некоторые из них отсутствуют на других рынках в принципе и являются характерными особенностями российского фондового рынка.

Давайте рассмотрим, какого набора услуг ждет иностранный инвестор от кастодиана и какие услуги, учитывая особенности российского рынка и законодательства, оказывает кастодиан.

Немаловажную часть оказываемых кастодианом услуг составляют услуги по конвертации денежных средств клиента из иностранной валюты в российские рубли и обратно, репатриация полученных после конвертации денежных средств на счета клиента за рубежом, а также услуги платежного агента при распределении доходов по ценным бумагам, услуги по обработке налоговых документов для обеспечения получения клиентом льгот по налогу на доходы и оценка портфеля клиента.

### Получение налоговых льгот

На многих развитых рынках процедура получения налоговых льгот с целью избежания двойного налогообложения занимает всего несколько минут, однако в российской практике данная сфера деятельности настолько усложнена и затянута, что в некоторых отдельных случаях делает процесс получения льгот практически невозможным. Для примера достаточно вспомнить жесткое требование к тексту сертификата о налоговом резидентстве, который очень сложно, если вообще возможно, получить от налоговых инспекций некоторых стран.

Отдельная тема для обсуждения — получение льготной ставки по налогу такими клиентами, как глобальные кастодианы, международные расчетные депозитарии и управляющие компании. Все они являются иностранными номинальными держателями и сталкиваются с невозможностью открыть счет номинального держателя. В связи с этим они вынуждены открывать счета владельца, так как российское законодательство не признает концепции иностранного кастодиана (*foreign nominee*). Таким образом, все ценные бумаги, учитываемые на таком счете, будут считаться принадлежащими иностранному номинальному держателю на праве собственности.

Посмотрим, что происходит, когда требуется представить сертификат, подтверждающий налоговое резидентство в стране, у которой с Россией заключено Соглашение об избежании двойного налогообложения. Российское законодательство требует от глобального кастодиана предоставления собственного сертификата о налоговом резидентстве. Но на самом деле ценные бумаги, хранящиеся на счете депо глобального кастодиана — владельца, принадлежат клиентам такого иностранного номинального держателя, инкорпорация которых зачастую не совпадает с инкорпорацией глобального кастодиана. Следовательно, его клиенты не могут получить льготу по налогу согласно своей ставке, а глобальный кастодиан может отказаться получать льготу по налогу по собственной ставке, так как, получив льготную ставку, может предоставить привилегию некоторым своим клиентам, к которым льготная ставка не применима.

Данная проблема также затрагивает любой банк — эмитент депозитарных расписок. Правда, согласно разъяснению Министерства финансов РФ, клиенты банков — эмитентов депозитарных расписок могут получить льготу по собственной ставке — необходимо лишь предоставить соответствующие документы. Однако на практике не все так просто, и данное разъяснение не слишком помогает. Владелец депозитарных расписок может не являться и, как правило, не является прямым клиентом российского депозитария. Соответственно, он не сможет получить выписку на собственное имя, подтверждающую его владение российским активом, на который выпущены депозитарные расписки. Для решения этих противоречий принципиально важно, чтобы Минфин, Налоговое ведомство и ФСФР России пришли к общему пониманию и согласовали свои требования.

### Структурирование транзакций при сделках

Другим весьма востребованным видом сервиса является структурирование транзакций при крупных сделках, сделках слияний и поглощений. В последние годы, когда отличительной чертой российского рынка ценных бумаг стало постоянное увеличение количества сделок, связанных со сменой корпоративной структуры, т. е. относящихся к сфере слияний и поглощений, данная услуга получила активное распространение как среди резидентов, так и среди иностранных клиентов. Задача кастодиана в этой сфере — снижение рисков и обеспечение одновременности расчетов по ценным бумагам и денежным средствам. Данный вид

сервиса существует во многом благодаря отсутствию на рынке обязательного требования по расчетам на основе «поставка против платежа» в рублях (за исключением сделок, заключенных на бирже) или обычной для иностранных клиентов услуги *DVP* (*delivery versus payment*). Только в последние годы ситуация начала немного меняться и некоторые кастодианы и расчетные депозитарии стали предоставлять услуги по расчетам *DVP* в качестве стандартных.

Логичным продолжением услуг *DVP* являются услуги эскроу-агента, когда локальный кастодиан выступает посредником при открытии обеспечительных, или эскроу-счетов в зарубежном банке. При таких сделках речь идет не просто о расчетах по принципу «поставка против платежа», а о разработке индивидуальной для каждой сделки схемы расчетов. Режим счета эскроу обеспечивает сохранность денежных средств и вводит ограниченный режим их использования. Механизмы эскроу позволяют снизить риски не только при денежных расчетах, но и при расчетах по ценным бумагам. Не станем подробно останавливаться на этом интереснейшем и многогранном виде услуг, упомянем лишь еще об одной особенности российского законодательства — невозможности открытия таких эскроу-счетов в российских банках.

### Управление ликвидностью

Еще одна немаловажная услуга кастодианов — управление ликвидностью. И здесь хотелось бы отдельно упомянуть о расчетах в рублях и о денежных расчетах в рамках 5 клиринговых сессий Центрального банка РФ. Именно они оказывают влияние на возможности управления ликвидностью, когда банки полностью зависят от сроков обработки клиринговых сессий и от полученных результатов. А результат может оказаться совсем не таким, как ожидает банк. Например, ему могут не поставить денежные средства контрагентов недостаточно денежных средств на корсчете в Центральном банке. Как мы знаем, основная часть коммерческих платежей отправляется банками четвертой сессией. Результаты четвертой сессии, которая закрывается для отправки платежей в 18:00, доступны около 20:00 по московскому времени — уже после окончания стандартного операционного времени работы банков. Если вы ожидаете поступление платежа четвертой сессией и он поступает, то вы можете отправить платеж из полученных средств пятой сессией, которая закрывается для отправки платежей в 21:00. Но результаты



пятой сессии банк получателя платежа обработает только на следующее утро.

Еще один вопрос: что делать, если вам не поставили деньги четвертой сессией, а вы рассчитывали отправить платеж из средств, полученных четвертой сессией, в пятой сессии? Это тот самый случай, когда у вашего контрагента на корсчете в Центральном банке не оказалось достаточно денег для платежа вам. В таком случае придется ждать результатов пятой сессии и платить на следующий день. К счастью, решением данной проб-

что расчеты, связанные с перерегистрацией в реестре акционеров, довольно длительны и дорогостоящи. Продолжительность перерегистрации в реестре — 3 дня, в лучшем случае — 1 день. Стоимость перерегистрации зафиксирована только для перерегистрации без смены собственника. Переход права собственности и смена владельца обойдется дороже и будет зависеть от рыночной стоимости пакета передаваемых ценных бумаг. Как результат, вознаграждение регистратора может составить более 24 базисных

российским депозитарием глобальный кастодиан станет известен как владелец ценных бумаг и не сможет при голосовании на собрании акционеров дробить голоса, отдав часть голосов «за», а часть — «против», или голосовать лишь частью принадлежащего ему пакета ценных бумаг. Право голосовать частью пакета или дробить голоса есть только у владельцев депозитарных расписок, а также у владельцев, продавших часть своего пакета ценных бумаг в промежуток времени после даты фиксации реестра и до даты проведения собрания акционеров, но в данном случае законодательство обязывает сторону, продавшую бумаги, выдать доверенность на голосование новому владельцу.

Еще одна проблема, актуальная для глобальных кастодианов, — требование закона о получении разрешений Антимонопольного комитета на приобретение крупных пакетов ценных бумаг. Эта проблема стала особенно актуальной в последние несколько месяцев после вступления в силу Закона «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства». Несколько клиентов глобального кастодиана, среди которых могут быть и резиденты Российской Федерации, вправе держать пакет ценных бумаг, который в совокупности достигнет одного из порогов, указанных в законе. Глобальный кастодиан будет вынужден получать подобные разрешения Антимонопольного комитета от своего имени, а не от имени клиентов, поскольку он, а не финальные клиенты, считается владельцем ценных бумаг. Кстати, данная проблема также актуальна и для банков — эмитентов депозитарных расписок.

Отдельно хочется упомянуть о системе расчетов на рынке, так как она вызывает наибольшие трудности у иностранных инвесторов, особенно у тех, кто выходит на рынок впервые. Мы живем в век цифровой информации, где передача практически любого документа в любую точку планеты занимает считанные секунды. Причем защищен от несанкционированного доступа и подделки такой документ будет не хуже оригинала на бумажном носителе с «живой» подписью. Так почему же расчеты по некоторым сделкам занимают несколько суток вместо нескольких секунд? Ответ прост: российское законодательство до сих пор опирается на документарный режим работы. Причем это касается системы в целом, а не только финансового рынка.

## Создание Центрального депозитария не является самоцелью, основная задача — совершенствование системы клиринга и расчетов, т. е. централизованный переход на систему электронного документооборота.

лемы уже давно занимаются и участники рынка, и законодатели — и положительные сдвиги уже видны. Так, в прошлом году для осуществления платежей в реальном времени была представлена система БЭСП, которая активно внедряется в российских банках на добровольной основе. Но пока рано говорить о ее эффективности и скором полном отказе от 5 батчей ЦБ, хотя бы до момента принудительного перехода на систему БЭСП всех российских банков.

В разговоре о денежных счетах нельзя не коснуться темы полного отсутствия связи между банковскими счетами и счетами ценных бумаг. В России кастодиан должен иметь банковскую лицензию в дополнение к депозитарной, т. е. обязательно быть банком. В сознании иностранного инвестора его активы — и ценные бумаги, и денежные средства — представляют собой единое целое, а кастодиан выступает в качестве хранителя не только ценных бумаг, но и денежных средств. На многих рынках невозможно открытие счета депо без привязки к денежному счету (часто мультивалютному), и по своей сути это единый счет для хранения разных видов активов, как денежных, так и ценнобумажных.

### Оптимизация расчетов по сделкам

Оптимизация расчетов по сделкам — следующий вид услуг, который становится все более востребованным среди иностранных клиентов. Все прекрасно знают,

пунктов от стоимости сделки. Во избежание подобных издержек мы предлагаем оптимизировать операционные расходы через открытие междепозитарных счетов в других депозитариях и проведение расчетов через междепозитарные счета. Это позволяет нашим клиентам сэкономить значительные суммы.

Пожалуй, это все основные услуги, которые на сегодняшний день может предложить российский кастодиан своим клиентам. Однако это далеко не все, что от него хотят получить иностранные клиенты, особенно такие, как глобальные кастодианы. Отсутствие концепции иностранного номинального держателя влечет за собой целый ряд других проблем.

### АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ГЛОБАЛЬНЫХ КАСТОДИАНОВ

Иностранный номинальный держатель будет считаться владельцем всех ценных бумаг, хранящихся на его счете депо, открытом в российском депозитарии, и клиенты глобального кастодиана окажутся сильно ущемлены в своих правах. Более того, их права вообще не определены на рынке. Так, клиенты глобального кастодиана не могут голосовать своим пакетом ценных бумаг отдельно от остальных клиентов глобального кастодиана, т. е. клиенты глобального кастодиана не могут самостоятельно реализовать свои права по принадлежащим им ценным бумагам. При предоставлении в реестр раскрытия номинального держания



Одной из серьезных проблем здесь также является отсутствие единых стандартов обмена документами, что, естественно, сокращает возможности электронного документооборота, увеличивает сроки расчетов, усложняет процедуры взаимодействия между участниками и снижает оперативность и своевременность обеспечения прав собственности. На своем уровне некоторые участники рынка уже давно и активно работают над повышением эффективности взаимодействия друг с другом в целях ускорения расчетов и совершенствования расчетно-учетных систем, и, надо отметить, довольно успешно. За последние годы между такими участниками была налажена автоматизация передачи сообщений и обмена данными, внедрены новые и разработаны единые форматы сообщений, а документооборот занимает всего несколько секунд. Однако для полного перехода на электронный документооборот по единым стандартам необходимо весомое слово регуляторов рынка. И здесь нельзя обойти стороной тему Центрального депозитария, которая волнует участников рынка уже не один год.

Создание ЦД не является самоцелью, основная задача — совершенствование системы клиринга и расчетов, т. е. централизованный переход на систему электронного документооборота. Наличие ЦД привело бы к снижению депозитарных издержек для многих участников рынка. Кроме того, исчезла бы необходимость иметь сразу несколько счетов в разных депозитариях, в частности для обеспечения бесперебойной работы на разных торговых площадках страны.

Еще один немаловажный аргумент в пользу создания ЦД — привлечение в российскую экономику дополнительных иностранных инвестиций от тех клиентов,

которые пока вынуждены обходить российский рынок стороной. В данном случае речь идет в первую очередь о таких инвесторах, как американские, канадские и некоторые европейские пенсионные фонды, которые являются самыми крупными инвесторами в мире и которым запрещено пользоваться услугами депозитариев или кастодианов, не соответствующих требованиям Американской комиссии по ценным бумагам 17f-5 и 17f-7. Поэтому они не могут держать свои бумаги в ДКК или НДЦ, а значит, каждый раз, покупая или продавая ценные бумаги, они вынуждены оплачивать высокие тарифы регистраторов.

Можно еще долго приводить доводы в пользу создания ЦД, впрочем, как и говорить о том, что ЦД может привести к ущемлению прав стратегических инвесторов, которые сейчас хранят свои активы напрямую в реестрах. Но это тема отдельной долгой дискуссии.

### ОЖИДАЕМЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ

Давайте теперь рассмотрим, каких изменений, способных улучшить инфраструктуру рынка и приблизить его к международным стандартам, ждут его участники. Какие недостатки инфраструктуры требуют особых дополнительных усилий со стороны кастодианов, депозитариев, регистраторов и регуляторов и какие новые перспективы в бизнесе появятся после их исправления?

Конечно, отправной точкой при составлении такого списка «добрых дел» должно стать повышение конкурентоспособности фондового рынка за счет снижения операционных рисков, сроков исполнения и стоимости операций с ценными бумагами для инвесторов. Все эти проблемы можно было бы решить путем созда-

ния Центрального депозитария, который также являлся бы Центральным регистратором и Центральным контрагентом.

Другая важная задача — введение статуса иностранного номинального держателя. Пусть и с некоторыми ограничениями, характерными для российского законодательства, но сам факт появления структуры счетов, позволяющих клиентам глобальных кастодианов и других иностранных номинальных держателей считаться собственниками ценных бумаг, привлечет бы новых инвесторов и решил бы многие проблемы тех, кто уже работает на рынке.

И наконец, необходимо полностью отказаться от обмена документами в бумажной форме и перейти на электронный документооборот. Решение этой задачи приведет не только к ускорению расчетов по сделкам, но и значительно упростит сбор и обработку информации по корпоративным действиям. В настоящее время данный процесс в значительной степени выполняется вручную, и он настолько сложный, разнообразный и трудоемкий, что кастодианам приходится держать целый штат профессиональных сотрудников, знакомых со всеми многочисленными нюансами корпоративных действий в России. В идеале хотелось бы видеть единый источник информации о корпоративных событиях, который эмитенты были бы обязаны пополнять сведениями, представленными в едином формате и подготовленными в соответствии со стандартом.

Изменение необходимой нормативно-правовой базы и реализация данных задач позволят обеспечить защиту прав собственности на ценные бумаги, повысить ликвидность российского рынка и ускорить образование единого мирового депозитарного пространства. ■

#### НОВОСТИ НДЦ

## НДЦ и ЗАО «Новый регистратор» переходят на безбумажный документооборот

НДЦ и ЗАО «Новый регистратор», завершив опытную эксплуатацию, приступили к обмену электронными документами в процессе информационного взаимодействия без использования бумажных документов. Применение 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.

Внесение ЗАО «Новый регистратор» записей об операциях по лицевым счетам НДЦ, предоставление информации по лицевым счетам НДЦ, а также взаимодействие НДЦ как номинального держателя в реестрах, ведение которых осуществляет ЗАО «Новый регистратор», станет производиться на основании электронных документов. Бумажные копии электронных документов будут предоставляться только в случаях, предусмотренных действующим законодательством Российской Федерации, на условиях, определенных соглашениями сторон.

# ОТЧЕТ О 2-М МЕЖДУНАРОДНОМ ИНВЕСТИЦИОННОМ ФОРУМЕ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК В УСЛОВИЯХ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА: ТЕНДЕНЦИИ, РИСКИ, ПЕРСПЕКТИВЫ»

26–27 июня в Санкт-Петербурге прошел 2-й Международный инвестиционный форум «Российский фондовый рынок в условиях мирового финансового кризиса: тенденции, риски, перспективы». Организатором форума выступило ЗАО ИК «ЭЛТРА» при поддержке ФСФР России, ФБ РТС, ЗАО ММВБ, НДЦ, Биржи «Санкт-Петербург», ЗАО СПВБ, Ассоциации Банков Северо-Запада, НАУФОР, Комитета по финансовым рынкам и кредитным организациям ТПП РФ.

Форум «Инвестиционный Петербург» стал логичным продолжением прошедших с большим успехом в 2008 г. XII Петербургского экономического форума и XVII Международного банковского конгресса.

В работе форума приняли участие руководители бирж и клиринговых организаций, российских и иностранных инвестиционных, страховых, управляющих компаний, коммерческих банков, аудиторских, оценочных и консалтинговых компаний, представители международных рейтинговых агентств, руководители предприятий реального сектора экономики. Значительное число аккредитованных журналистов обеспечило объективное и полное освещение мероприятия в средствах массовой информации.

С приветственным словом к гостям и участникам форума обратился Первый

заместитель Председателя Комитета экономического развития, промышленной политики и торговли Правительства Санкт-Петербурга **Сергей Фивейский**.

Он отметил, что представительный состав участников и характерная практическая направленность сделали инвестиционный форум заметным явлением в деловой жизни города. «Наша стратегия — стать к 2025 г. одним из инновационных центров мирового уровня. И я уверен, что проведение в Петербурге Международного инвестиционного форума станет еще одним шагом на пути к этому», — сказал С. Фивейский. На значимость проведения в Петербурге мероприятий такого уровня также указала Заместитель Председателя Комитета финансов Санкт-Петербурга **Ильгиза Хафизова**: «В последнее время интерес к финансовому рынку

растет со стороны не только профессионалов, но и населения. Повышение финансовой грамотности — важная составляющая здоровой нации».

В работе форума принял участие Заместитель Председателя Центрального банка РФ **Константин Корищенко**. В своем докладе о перспективах инвестиционного роста в России он подчеркнул, что в текущей ситуации залогом такого роста может стать только развитая финансовая инфраструктура.

Старший вице-президент, член Правления ЗАО ММВБ, Директор НДЦ **Николай Егоров** в своем выступлении на тему «Инфраструктура фондового рынка: инновационное развитие» поделился некоторыми суждениями о региональных аспектах развития рыночной инфраструктуры. Н. Егоров также обозначил задачи, которые не-





В. Васильева, Е. Чекулаева, К. Лукьянова, М. Братанов, Е. Курицына, О. Короб

обходимо решать в рамках сопоставленности развития российской и глобальной инфраструктуры. К их числу он отнес совершенствование взаимодействия участников клиринга и расчетов, снижение рисков и корпоративное управление клиринговыми и расчетными организациями.

Особый интерес вызвал у участников форума доклад Председателя Правления НАУФОР **Алексея Тимофеева** о перспективах создания международного финансового центра в России.

На последовавшей после пленарного заседания пресс-конференции участники подробно обсудили вопрос о возможности объединения ММВБ и РТС, что, по мнению некоторых наблюдателей, могло бы серьезно укрепить шансы России на создание в нашей стране международного финансового центра. Последнее слово в этом вопросе, как отметили участники встречи с журналистами, остается за государством и акционерами.

В рамках форума были проведены многочисленные круглые столы. Среди наиболее актуальных тем — перспективы развития рынка деривативов, зерновой рынок на Национальной товарной бирже, входящей в группу ММВБ, новые IPO/SPO российских компаний и повышение финансовой грамотности населения. Между представителями ММВБ и РТС разгорелась оживленная дискуссия об особенностях проведения клиринговых сессий на этих площадках и перспективах введения новых технологий поставки ценных бумаг на условиях отмены полного преддепонирования, а также репрезентативном представлении ситуации на российском фондовом рынке индексами ММВБ и РТС.

Заместитель директора НДЦ **Денис Соловьев** провел круглый стол «Иностранные ценные бумаги на российском рынке: расширение возможностей обращения, возможности учета, риски» и

представил свой доклад «Российский рынок и иностранные ценные бумаги». Д. Соловьев уделил особое внимание роли НДЦ как национального нумерующего агентства и члена Ассоциации национальных нумерующих агентств (АННА) от России.

По словам Генерального директора ООО «Инвестиционный Петербург» **Юлии Власенковой**, организаторы довольны проведением форума. «Нам удалось познакомиться с участниками с успешным практическим опытом развития различных российских и западных финансовых структур — инвестиционных компаний, бирж и банков, помочь наладить полезные контакты между крупнейшими игроками финансового сектора и представителями предприятий реального сектора экономики. Мы надеемся, что форум станет хорошим поводом для регулярных ежегодных встреч профессионалов финансового рынка, бизнес-сообщества из России и других стран мира». ■



К. Корищенко, Н. Егоров



Е. Курицына



# 4-Й ЕЖЕГОДНЫЙ ТЕПЛОХОДНЫЙ КРУИЗ ПО МОСКВЕ-РЕКЕ

20 июня 2008 г. НДЦ пригласил клиентов и партнеров на теплоходный круиз по Москве-реке, посвященный учреждению Авторского клуба журнала «Депозитариум» и выходу книги «Депозитариум. Избранное». Оригинальная программа «День печати», подготовленная в стиле нашумевших фильмов «День выборов» и «День радио», остроумные диалоги ведущих — Нонны Гришаевой и Максима Виторгана, музыкальные номера шоу-группы «Кураж», дискотека и красочный салют сделали этот теплый летний вечер поистине незабываемым.



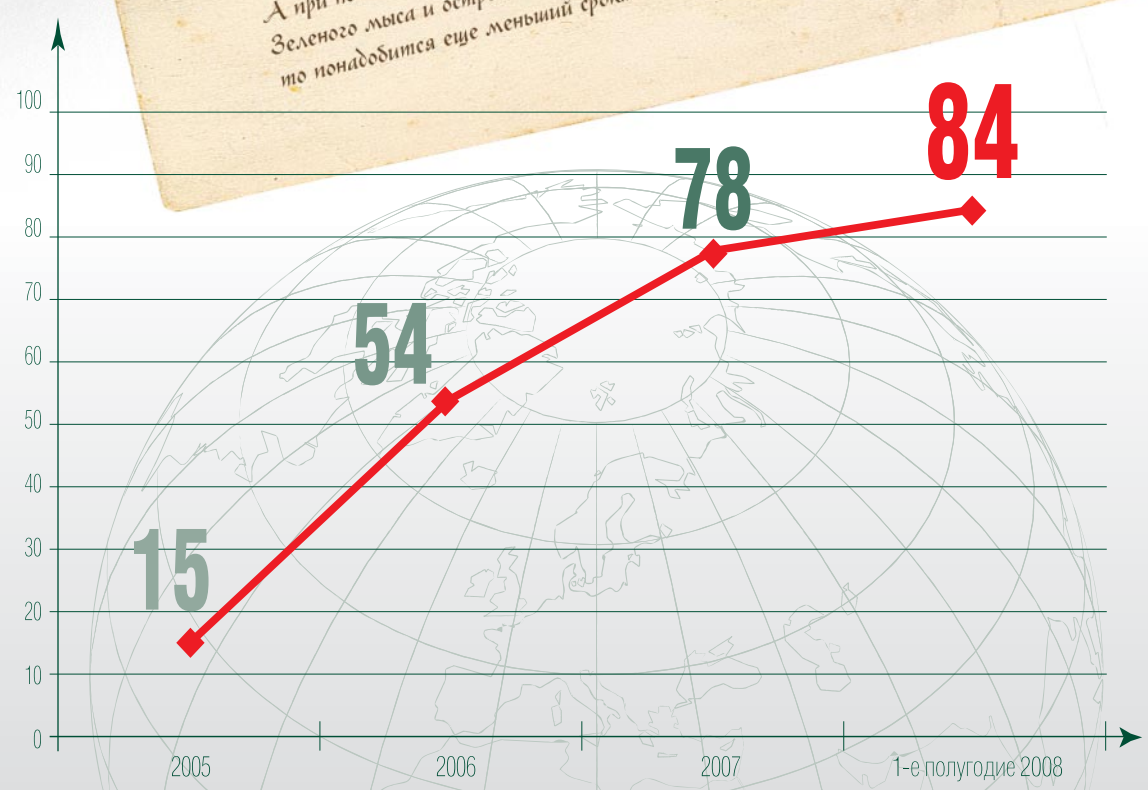


В начале XX века развитие авиации способствовало существенному сокращению сроков доставки почтовой корреспонденции

«Чтобы получить ответ на письмо из Буэнос-Айреса, требовалось около пятидесяти суток. Если даже... использовать для перевозки почты между островами Зеленого мыса и островом Фернанду-ди-Норонья посыльные суда, то и тогда срок этот можно сократить до двадцати суток. А при ночных полетах — и до четырнадцати. Если же на промежутке между островом Зеленого мыса и островом Фернанду-ди-Норонья использовать гидросамолеты, то понадобится еще меньший срок...»

Марсель Мишо. «Сент-Экзюпери»

Доля операций, обеспеченных электронным документооборотом, среди всех операций по счетам номинального держателя НДС в реестрах владельцев ценных бумаг, %



**В начале XXI века использование электронного документооборота позволило осуществлять обмен информацией в режиме реального времени**



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР  
The National Depository Center

www.ndc.ru • edo\_info@ndc.ru • (495) 956-2-659

Лицензия ФКЦБ России на осуществление депозитарной деятельности № 177-03431-000100.  
Лицензия ФКЦБ России на осуществление клиринговой деятельности № 177-03437-000010.

**ВАША ФОТОГРАФИЯ НА ОБЛОЖКЕ ДЕПОЗИТАРИУМА-2009**

# **ФОТОКОНКУРС**

## **ДВОРЦЫ И ЗАМКИ МИРА**

*Дворцы и замки — величественные сооружения гения человеческой мысли.  
Они из тех творений, где искусство прикасается к вечности и обретает бессмертие.*

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



### **УСЛОВИЯ КОНКУРСА**

- **Требования к участникам**

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

- **Требования к фотографиям**

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

- **Прием заявок и фотоматериалов на конкурс**

- Фотографии присылаются на конкурс путем заполнения формы на сайте НДЦ [www.ndc.ru](http://www.ndc.ru) с 29 сентября по 10 октября 2008 г.
- Один автор может представить на конкурс не более 5 фотографий.

- **Порядок проведения конкурса**

Конкурс проводится в 2 этапа:

1. Голосование на сайте [www.ndc.ru](http://www.ndc.ru) — с 12:00 14 октября до 12:00 21 октября 2008 г. Финалистов конкурса Вы выбираете сами. В голосовании могут принимать участие все посетители сайта. Голосование анонимное.
2. Подведение итогов конкурса авторитетным жюри с 22 по 31 октября 2008 г. Из 24 фоторабот, набравших максимальное количество баллов при голосовании на сайте, жюри отберет 12 победителей. В состав жюри входят авторы работ, победивших в предыдущем конкурсе «Лучше гор могут быть только горы...», представитель организатора конкурса и редактор журнала «Депозитариум».

Объявление итогов конкурса состоится на сайте [www.ndc.ru](http://www.ndc.ru) 1 ноября 2008 г.

Авторы 24 лучших фоторабот получают призы и бесплатную годовую подписку на журнал «Депозитариум» на 2009 г.

12 фоторабот, победивших в конкурсе, украсят обложки журнала «Депозитариум» в 2009 г.

**РАЗМЕЩАЙТЕ ФОТОГРАФИИ • ВЫБИРАЙТЕ ПОБЕДИТЕЛЕЙ • [WWW.NDC.RU](http://WWW.NDC.RU)**