

№ 1 (71) январь 2009

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС
ДВОРЦЫ И ЗАМКИ
МИРА

В Н О М Е Р Е



04 В РОССИИ ПОСТРЕЙДА НЕТ

06 ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ: ИТОГИ 2008 ГОДА
И ПЕРСПЕКТИВЫ

16 КРИЗИС РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В 2008 ГОДУ —
ВНЕШНИЙ ВИРУС?



СОДЕРЖАНИЕ

-
- СТРАТЕГИЯ**
- 4 **«В России посттрейда нет»**
 Совершенствование клиринговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры — главный вектор развития инфраструктуры финансового рынка как в России, так и во всем мире. Сегодня все финансовые структуры переосмысливают свои задачи — и стратегические, и тактические. Поэтому мы решили узнать мнение Президента ММВБ Константина Корищенко о дальнейшем развитии расчетно-клиринговой инфраструктуры финансового рынка в целом и Группы ММВБ в частности, о приоритетах на ближайшее будущее
- Интервью с Президентом ММВБ
Константином Корищенко
-
- АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА**
- 6 **Инфраструктура рынка ценных бумаг: итоги 2008 года и перспективы**
 Одной из приоритетных задач, определенных ФСФР России в докладе «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008—2012 гг. и на долгосрочную перспективу», является развитие и консолидация российской финансовой инфраструктуры. Решение данной задачи нацелено на повышение эффективности инфраструктуры финансового рынка, снижение рисков, рост конкурентоспособности отечественного рынка ценных бумаг и формирование в России международного финансового центра. Своими мнениями о том, чего удалось достичь профессиональному сообществу в 2008 г. и что предстоит предпринять в ближайшее время для решения поставленных рынку амбициозных задач, поделились с «Депозитариумом» ведущие участники рынка ценных бумаг
-
- 12 **Пути повышения конкурентоспособности российской финансовой инфраструктуры**
 В результате финансового кризиса по уровню развития фондового рынка Россия оказалась отброшена на 3—4 года назад. Наблюдающаяся на рынке ситуация дала возможность понять, что невидимая рука рынка не является всепроникающей и всерегулирующей. Существуют определенные границы, в рамках которых рынок действует эффективно, но дальше этих границ рынок функционирует только с помощью поддержки государства
- Эдди Астанин
Заместитель директора НДЦ
-
- РАЗВИТИЕ РЫНКА**
- 14 **Ответственность профессионального сообщества российского рынка ценных бумаг в условиях финансового кризиса**
 Сегодня на российском финансовом рынке работают умные, грамотные и образованные специалисты. А кому много дано, с того и спрос больше. Так было всегда. Создание в России международного финансового центра, о котором так много говорят в последнее время, требует повышения уровня корпоративного управления. Что же в сложившейся на рынке ситуации необходимо предпринять в ближайшее время профессиональному сообществу для ее стабилизации?
- Анатолий Гавриленко
Президент ГК «АЛОР», Президент
Российского биржевого союза
-
- 16 **Кризис российского фондового рынка в 2008 году — внешний вирус?**
 В 2008 г. российскому фондовому рынку удалось отличиться. Даже на фоне общего мирового кризиса, коснувшегося всех мировых финансовых рынков, российский рынок умудрился показать рекордный результат: его падение составило более 75%. Попытаемся разобраться в причинах такой исключительности российского рынка, проанализировать, чем вызвано его падение, и, самое главное, оценить его дальнейшие перспективы
- Андрей Столяров
доцент кафедры фондового рынка
и рынка инвестиций Государственного
университета — Высшая школа
экономики
-
- 22 **Влияние мирового финансового кризиса на экономику России**
 После 10 лет быстрого роста российская экономика испытывает существенное замедление темпов экономического развития в связи с глобальным финансовым кризисом. И хотя в краткосрочной перспективе Россия лучше, чем многие развивающиеся страны, подготовлена к преодолению последствий кризиса благодаря хорошим фундаментальным макроэкономическим условиям, давно существующие структурные проблемы в экономике и сильная зависимость страны от цены на нефть обуславливают более серьезное влияние кризиса
- Группа специалистов Всемирного банка
под руководством ЖЕЛЬКО БОГЕТИЧА
-
- ТЕХНОЛОГИИ**
- 27 **Функции депозитария как агента при проведении выкупа акций у миноритарных акционеров**
 Федеральным законом от 5 января 2006 г. № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» в Закон «Об акционерных обществах» внесена дополнительная глава «Приобретение более 30% акций открытого общества». Нововведения были направлены на упорядочение процесса поглощения акционерных обществ и регламентацию процедуры выкупа долей миноритарных акционеров. За прошедшие годы участники рынка ценных бумаг накопили значительный опыт в проведении обязательных предложений о приобретении ценных бумаг
- Артём Захаров
менеджер по работе с клиентами
ООО «Дойче Банк»
-
- 32 **СОБЫТИЕ**
-
- 33 **ПЕРЕЧЕНЬ СТАТЕЙ, ОПУБЛИКОВАННЫХ
В ЖУРНАЛЕ «ДЕПОЗИТАРИУМ» В 2008 ГОДУ (№ 1—12)**



К ЧИТАТЕЛЯМ

Депозитариум № 1 (71) 2009

Редакционный совет:

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@rcb.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»
№ 1—2 январь 2009

На обложке:
Замок Фредериксборг, Дания

Фото Людмилы Александровой,
ЗАО АКБ «Национальный
клиринговый центр»



Уважаемые коллеги!

Прошедшие праздники ненадолго отвлекли нас от инфраструктурных дел, и теперь, надеюсь, соскучившись друг по другу и по работе, мы вновь с новыми силами возвращаемся к нашим насущным проблемам.

Наверное, за последние 10–20 лет в мире не было периода, сопоставимого по интенсивности экономических дискуссий с текущим этапом. Ученые и управленцы, обыватели и политики рассуждают о новых парадигмах и моделях финансовой системы и ее целеполагании, кризисе доверия и переустройстве риск-систем. Концептуалисты уточняют терминологию («ожидание рецессии», «рецессия» или уже «депрессия») и подходы (стала как никогда популярна «австрийская школа», апологеты которой предсказали Великую депрессию в США в 20-е годы прошлого века). Какова конфигурация и цена новых технологических решений, которые позволят реализовать новые требования к финансовым сервисам и их регулированию? Насколько управляем и эффективен модернируемый государством рынок? Повлияет ли кризис на депозитарное устройство и каким образом?

В первом номере нашего журнала в 2009 г. мы собрали материалы, в которых нашли отражение стратегические и тактические задачи российской финансовой системы на ближайший год. Мы попытались акцентировать внимание на целях, прогнозах, путях развития финансовой инфраструктуры, а также обозначить новые вопросы и напомнить о до сих пор остающихся актуальными проблемах. В частности, профучастники поделились своими мнениями о том, какие события 2008 г. можно назвать успешными для российской инфраструктуры фондового рынка, с какими проблемами пришлось столкнуться инфраструктуре отечественного рынка в прошедшем году, а также о том, что необходимо предпринять для совершенствования финансовой инфраструктуры российского рынка.

Сложившаяся ситуация выявила насущные задачи, связанные с формированием в Москве международного финансового центра. Мировые тенденции не оставляют России шанса конкурировать за достижение столь амбициозной цели вне создания более совершенной инфраструктурной основы — единой торгово-расчетно-депозитарной системы, консолидации и интеграции. Интенсификация инвестиций в российскую экономику невозможна без улучшений в сфере обслуживания корпоративных действий как механизма гарантирования прав собственности.

Если говорить о задачах НДЦ, я бы выделил три направления: расширение продуктовой линейки и повышение качества обслуживания; модернизация техплатформы как основы для оказания услуг; развитие бизнеса в сфере сервисов для эмитентов и проведения корпоративных действий.

Рецессия — неизбежный этап рыночного мироустройства. Время освободиться от всего лишнего и пересмотреть приоритеты. Хочется надеяться, что потери будут разумными, а новое — лучшим. Ну а верность прогнозов и подходов проверит жизнь.

С надеждой на дальнейшее плодотворное сотрудничество,

Николай Егоров

Директор НДЦ, Председатель редакционной коллегии



Интервью с Президентом ММВБ
Константином Корищенко

«В РОССИИ ПОСТТРЕЙДА НЕТ»

О путях дальнейшего развития расчетно-клиринговой инфраструктуры в целом и Группы ММВБ в частности мы беседуем с Президентом ММВБ Константином Корищенко.

Депозитариум: Константин Николаевич, сейчас все финансовые структуры переосмысливают свои задачи — и стратегические, и тактические. Поэтому нам бы хотелось узнать Ваше мнение, как главы Группы ММВБ, о дальнейшем развитии расчетно-клиринговой инфраструктуры финансового рынка, о приоритетах на ближайшее будущее.

К. К.: Сегодня совершенствование клиринговой и расчетно-депозитарной инфраструктуры — главный вектор развития инфраструктуры финансового рынка, причем не только в России, но и во всем мире. В период либерализации, в 80–90-е гг. прошлого века, взгляды участников финансового рынка на биржу как на организатора торговли претерпели существенные изменения. Биржа превратилась в коммерческую организацию, ведущую бизнес-ориентированную политику. Этот процесс получил название «демутиализация» (*demutualization*). Биржи стали активнее привлекать новых клиентов, запускать новые инструменты, внедрять новые технологии.

Создание в Европе единого рынка, либерализация валютного рынка во многих странах в 1990-е гг., секьюритизация, либерализация регулирования в Америке и другие процессы способствовали глобализации финансовых рынков, их взаимопереплетению. Эти факторы, особенно с учетом активного развития Интернета, позволили снять вопрос о географической привязке процессов торговли в 2000-е гг. — сегодня говорить о торговле в Москве, Лондоне, Токио или Нью-Йорке уже неактуально.

Одновременно наблюдается существенное размывание границ между биржевой и внебиржевой торговлей. С одной стороны, у инвестиционных банков, так называемых «рыночных брокеров», в различных интернет-системах присутствуют серьезные элементы организации торговли. С другой стороны, сами биржи организуют различные *dark pool* ликвидности, торговлю крупными лотами и т. д.

Сегодня уже практически невозможно получить ту выгоду от организации биржевой торговли, которая была возможна в период либерализации. В настоящее время просто организовывать бизнес, связанный с торговлей финансовыми активами, — занятие уже не столь привлекательное. В интересах развития и сохранения бизнеса необходимо развивать посттрейдинговые услуги.

Россия, как часть мировой финансовой системы, не может оставаться в стороне от этих процессов. Однако сейчас ситуация не столь оптимистична. Помните, в 1986 г. был телемост между СССР и США, где одна из героинь заявила, что в СССР секса нет. Точно так же можно сказать: в России посттрейда нет. Его нет в том смысле, что он не выкристаллизовался как бизнес. Это просто услуга, которая оказывается наряду с другими услугами, не будучи формализованной. В настоящее время нет документов и соглашений, которые регламентировали бы, например, кредитование ценными бумагами. То есть отдельные элементы присутствуют и даже повсеместно применяются. Услуга де-факто оказывается, но она не осознается участниками как автономный сервис.

Помимо вышперечисленного, существуют еще и внутренние предпосылки: отсутствуют законы о клиринге и Центральном депозитариуме, не решена проблема юридического определения деятельности Центрального контрагента.

Депозитариум: Как в существующих условиях планируется развивать посттрейд в рамках Группы ММВБ?

К. К.: В сентябре прошлого года участники рынка столкнулись с проблемой расчетов по операциям РЕПО. Последние годы этот сегмент фондового рынка динамично развивался, во многом благодаря нашим усилиям. Группа ММВБ предоставляла участникам торгов информационные и расчетные услуги. Но по сути это был внебиржевой рынок: все риски, связанные с исполнением сделок, несли сами участники. Однако долгие годы функционирования ММВБ в качестве надежной биржевой инфраструктуры создали своего рода ловушку для участников рынка — иллюзию их защищенности на рынке РЕПО. Сентябрьский же кризис выявил основную проблему: рынок нуждается во внедрении системы управления рисками.

Модель риск-менеджмента, основанная на 100%-ном гарантированном исполнении сделок, малоэффективна. Так, на рынке госбумаг у нас принято 100%-ное депонирование денежных средств, что весьма затратно для участников и ведет к стагнации рынка. Также избыточно жесткая система риск-менеджмента сдерживает рост срочного рынка. В свою очередь на валютном рынке на сегодняшний день реализована наиболее прогрессивная система управления рисками: действует Центральный контрагент в лице На-



ционального клирингового центра и функционирует достаточно гибкая система частичного депонирования средств. В результате рынок стал бесспорным лидером по темпам роста оборотов, особенно в последние месяцы. Во второй половине декабря у нас каждый день заключались сделки на 20–25 млрд долл., что в 3–4 раза больше, чем в 2007 г., до внедрения Центрального контрагента. Теперь на очереди его внедрение на других рынках, прежде всего в секторе РЕПО.

Депозитариум: Но это больше касается скорее клиринга и риск-менеджмента. А как обстоят дела с расчетной системой?

К. К.: Если говорить о расчетах, то здесь подход более простой. Наличие высокотехнологичной, дружелюбной пользователю расчетной системы в онлайн-режиме — это фундамент. Без него создать эффективный рынок невозможно. В этой части проекты по модернизации технологических платформ НДЦ и Расчетной палаты ММВБ являются ключевыми. Не умаляя значимости расчетной системы, следует отметить, что проблемы развития клиринга и риск-менеджмента все же более сложные. Прежде всего из-за того, что контуры самой проблемы сегодня менее явно очерчены.

Депозитариум: Расскажите, пожалуйста, о корпоративном управлении в Группе ММВБ. Уместно ли говорить о новом векторе развития?

К. К.: Классики марксизма-ленинизма, теории диалектического материализма были правы в том, что процессы развиваются по спирали. В этом смысле закон отрицания отрицания хорошо применим. История ММВБ — лучшее тому подтверждение.

Развитие Группы ММВБ шло по принципу разделения по рынкам. Если вспомнить 1991–1992 гг., то ММВБ представляла собой очень компактную организацию с одним рынком. В 1993 г. на ММВБ было уже два рынка, чуть позже появились и другие рынки со всем необходимым функционалом: организация торговли, работа с участниками рынка, проведение расчетов и т. д. — и все в рамках единой компании. Со временем из нее была выделена сначала расчетная функция, чуть позже — депозитарная. Следом был создан «И-Сток» — технический центр оказания сервисов, потом товарная биржа и в завершение появилась клиринговая организация.

Эти преобразования были следствием двух причин: во-первых, осознания того, что есть специализация по видам деятельности; во-вторых, существования требований законодательства. Например,

в случае с Фондовой биржей ММВБ это было изменение в Законе «О рынке ценных бумаг».

Все эти процессы сопровождались хозяйственно-управленческой автономизацией, что далеко не всегда являлось необходимым условием. Если философски посмотреть на этот процесс, то это типичный пример того, что называется специализацией и кооперацией. Как любой процесс, он развивался по спирали.

С точки зрения организованного рынка, и ценные бумаги, и валюта, и производные инструменты — это стандартные контракты того или иного типа. Различия между ними существенны, но не кардинальны. Это скорее различия в модели и органе регулирования, нежели в основных принципах функционирования рынка, а именно в принципах торговли, клиринга, расчетов, которые по большому счету или идентичны, или очень похожи. В этом смысле разделение по рынкам в нынешних условиях, можно сказать, устарело. На мой взгляд, для структуры, которая обеспечивает функционирование этих рынков, куда важнее объединение по функциональному признаку, т. е. по видам деятельности (торговля — это торговля, клиринг — это клиринг, расчеты — это расчеты и т. д.), нежели по рыночному принципу.

Другими словами, это скорее этапы некоего технологического процесса. Возьмем для примера завод по производству автомобилей. Мы знаем, что у него где-то есть склад комплектующих, есть конвейер, куда поступают эти комплектующие, есть технологический процесс по сборке автомобилей, проверке качества, есть складирование уже на стадии готовой продукции. Можно сказать, что складирование деталей — это одна деятельность, складирование готовой продукции — другая, сборка автомобилей — третья, а на самом деле это единый технологический процесс. В этом смысле торговля, клиринг и расчеты — единый технологический процесс, если говорить о биржевой торговле.

Таким образом, для управленческих целей очень важно построить такую модель, которая была бы эффективна, надежна и управляема.

Депозитариум: В рамках деления по видам деятельности предусматривается ли централизованное управление бизнес-функциями: операционная деятельность, работа с клиентами и т. д.?

К. К.: На практике этот вопрос решается по-разному. Допустим, существует некий иностранный инвестиционный банк. У него есть дочерний банк или филиал, находящийся в другой стране. Возникают вопросы: делать ли букирование сделок

на региональный офис или на центральный; держать ли трейдеров в одном месте или в другом; наделять ли полномочиями работы с клиентами центральный офис или региональный и т. д.? Это всегда вопрос, с одной стороны, стратегии, если таких офисов очень много, а с другой — тактики, потому что в зависимости от того, кто конкретно занимается этим бизнесом, могут быть различные решения.

Сегодня ММВБ, как Группа, однозначно должна иметь матричную структуру с точки зрения организации своего бизнеса. Распределение полномочий и нагрузок — это уже вопрос тактический. При этом понятно, что существуют автономный депозитарный бизнес и автономный расчетный бизнес. Возможно, есть автономный клиринговый бизнес. Это в случае развития внебиржевых сервисов.

Депозитариум: Если говорить о стратегии, кем ММВБ должна стать?

К. К.: Стратегию вырабатывают акционеры, а исполнительный орган, коим я являюсь, просто ее реализует. Это из серии, например, повышения качества вождения и управляемости автомобиля, а не прохождения той или иной трассы. Вот про трассу мы не говорим, а про то, что можно улучшить подвеску, почистить двигатель, поменять «прокладку» между сидением и рулем, — пожалуйста. Но сегодня как раз тот этап, когда стратегию надо выстраивать.

Депозитариум: То есть сегодня мы говорим не о том, «куда», а о том, «как»?

К. К.: Я могу говорить о том, «куда», но для этого я должен быть уполномочен акционерами.

Депозитариум: В мировой истории были разные экономические этапы и разные кризисы. В настоящее время многие эксперты говорят о том, что пора менять глобальную модель устройства финансового рынка. Вы согласны с этим?

К. К.: Нет. Не надо ничего особенного менять. Явно нового в сегодняшнем кризисе практически ничего нет. Как было большинство кризисов кризисами избыточного кредита, так и сейчас это кризис избыточного кредита. Его болезненность связана, во-первых, с масштабом, а во-вторых, с многогранностью. По объему кризис не очень большой, но из-за того, что он очень сильно разветвлен, распределен по разным секторам и областям, с ним тяжело бороться. Проблема проникла настолько глубоко, что малой кровью решить ее не получается. Пожалуй, новое в сегодняшнем кризисе — то, что все наконец признали: так называемый *Investment banking* — это просто разновидность банковской деятельности, которая была отделена искусственно. ■



ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ: ИТОГИ 2008 ГОДА И ПЕРСПЕКТИВЫ

Одной из приоритетных задач, определенных ФСФР России в докладе «О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 гг. и на долгосрочную перспективу», является развитие и консолидация российской финансовой инфраструктуры. Решение данной задачи нацелено на повышение эффективности инфраструктуры финансового рынка, снижение рисков, рост конкурентоспособности отечественного рынка ценных бумаг и формирование в России международного финансового центра. Своими мнениями о том, чего удалось достичь профессиональному сообществу в 2008 г. и что предстоит предпринять в ближайшее время для решения поставленных рынку амбициозных задач, поделились с «Депозитариумом» ведущие участники рынка ценных бумаг.

1

Какие события 2008 г. можно назвать успешными для российской инфраструктуры фондового рынка?

2

С какими проблемами пришлось столкнуться инфраструктуре отечественного рынка в прошедшем году? Какие из них остаются наиболее актуальными?

3

Что, по Вашему мнению, необходимо предпринять для совершенствования финансовой инфраструктуры российского рынка?



Наталья Агафонова

Председатель правления Центрального Московского Депозитария

1 Без малейшего сомнения скажу: завершающий этап реформы РАО «ЕЭС России». Инфраструктура продемонстрировала слаженную работу по всем направлениям реорганизации энергохолдинга, как на этапе подготовки к 1 июля (дате ликвидации РАО «ЕЭС России» и завершения формирования крупнейших энергетических холдингов), так и при прохождении этой даты. От инфраструктурных организаций на начальном этапе требовалось создание устойчивых технологий, их тестирование и, конечно же, консультационно-разъяснительная работа с эмитентами, профучастниками и акционерами РАО «ЕЭС России». И уже 1 июля 2008 г. мы все смогли констатировать, что корпоративные процедуры были проведены в срок, четко и качественно. Таких масштабных проектов никогда не реализовывалось в истории отечественного фондового рынка, и тот факт, что он прошел без сбоев, — заслуга работников инфраструктурных институтов.

2 Основной проблемой прошедшего года стал мировой финансовый кризис, но его последствия мы сможем наблюдать только в 2009 г., поскольку инфраструктурные организации не подвержены системным рискам, характерным для финансовых и инвестиционных институтов, и для проявления слабых мест учетных организаций нужно время. Последствия кризиса скажутся на качестве услуг, так как конкурентная борьба будет вестись не за счет расширения сервиса и развития технологий, а путем демпинга на рынке, что в свою очередь повысит риски в инфраструктурном бизнесе. Но впадать в панику не стоит, так как многие организации сегодня имеют отлаженные системы контроля и управления рисками.

Другая проблема — рост количества мошеннических операций, бороться с которыми сегодня инфраструктурным организациям сложно из-за пробелов в нормативной базе и регулировании. Здесь участникам рынка приходится уделять особое внимание работе собственных служб безопасности, тесно сотрудничать с правоохранительными органами, координировать свою деятельность по взаимодействию с органами государственной власти для формирования единой позиции и единых инициатив, направленных на устранение возможностей незаконных действий со стороны криминальных лиц.

3 За финансовую инфраструктуру — не скажу, а вот учетную инфраструктуру необходимо консолидировать. Добровольно или принудительно — через ужесточение лицензионных требований. Только укрупнение инфраструктурных институтов позволит повысить их устойчивость и надежность, создать единые механизмы снижения рисков.

Далее — изменение тарифного регулирования. Следует принять, что инфраструктурные организации должны быть клиентоориентированными, а, соответственно, их тарифы обязаны быть прозрачными, понятными и предсказуемыми для потребителя услуг.

И последнее — инвестиции в технологии, стандартизация электронного документооборота и обязательный переход на него.

Эти три тезиса в сочетании с оперативным устранением пробелов в законодательстве, которые выявятся в продолжающийся кризисный период, позволят нам усовершенствовать отечественный рынок и создать заделы на его дальнейшее развитие, что в итоге скажется на инвестиционной привлекательности России.



Александр Артюхин

менеджер по работе с клиентами
Депозитарного управления ООО «Доиче Банк»

1-2 Сложно говорить о том, какое событие 2008 г. можно назвать успешным для инфраструктуры отечественного рынка. Основная проблема рынка — отсутствие долгосрочных стратегических инвесторов и слишком большая армия спекулянтов.

3 Для совершенствования рынка необходимо предпринять несколько очень важных шагов. 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. Практически все эти проблемы можно было бы решить путем создания Центрального депозитария, который также являлся бы Центральным регистратором и Центральным контрагентом.

Другая задача по значимости — 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, привлеч бы новых инвесторов и решил бы многие проблемы тех, кто уже работает на рынке.

И последний пункт — полный или максимально возможно полный отказ от обмена документами в бумажной форме и переход на электронный документооборот. Реализация этой задачи приведет не только к ускорениям расчетов по сделкам, но и может значительно упростить 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 опытных и 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. Можно приводить еще много предложений по облегчению возможностей проведения корпоративных действий, но это тема для отдельного разговора. Изменение необходимой нормативно-правовой базы и реализация названных задач позволят обеспечить защиту прав собственности на ценные бумаги, повысить ликвидность российского рынка и ускорить образование единого мирового депозитарного пространства.



Рушана Бархатова

Директор ЗАО «Новый регистратор»

1 Безусловно, успешное событие для российской инфраструктуры фондового рынка в прошедшем году — реорганизация РАО «ЕЭС России».

2 Актуальной проблемой являются риски, связанные с подделкой документов.





3 Для совершенствования финансовой инфраструктуры российского рынка необходимо принять комплекс законодательных актов для выравнивания практики с законодательством (ЭДО, Постановление № 27 и т. д.).



Наталья Барышникова
Генеральный директор ООО «ЦДФ»

1 Безусловный успех 2008 г. — реорганизация РАО «ЕЭС России». Было трудно всем участникам процесса, проделана огромная работа, было даже место подвигу, но то, что такое событие благополучно завершилось, говорит о многом. Важными и, безусловно, успешными являются стабильные контакты российских депозитариев разного уровня с иностранными депозитариями ближнего и дальнего зарубежья. Немаловажным представляется и «легализация» ФСФР России депозитарного учета иностранных ценных бумаг. Дополнительно хотелось бы отметить важное событие на рынке коллективных инвестиций — это существенное изменение нормативно-правовой базы — окончательно заработала новая редакция Закона «Об инвестиционных фондах», появились долгожданные типовые правила доверительного управления закрытыми и открытыми паевыми инвестиционными фондами, введено понятие «ПИФы для квалифицированных инвесторов» и т. д. Важно, что все эти новации не просто зафиксированы на бумаге, но и активно используются участниками.

2 В прошедшем году инфраструктура особенно остро почувствовала на себе необходимость не просто электронного документооборота, а ЭДО, работающего на единых стандартных принципах, использующего единые механизмы шифрования и форматы передаваемых документов. Проблема ЭДО не решена по сей день, и ситуация с обменом электронными документами усугубляется, в том числе, обязательностью их использования во взаимодействии между участниками рынка коллективных инвестиций.

В 2008 г. заработал новый механизм выдачи инвестиционных паев на счета номинального держателя и сразу же обозначил неготовность депозитариев к выполнению таких функций.

3 Думаю, что сегодня ни у кого не вызывает сомнения необходимость внесения изменений в нормативные документы, касающиеся депозитарной деятельности — давно устарело основное положение, регулирующее депозитарную деятельность. Например, транзитные счета депо очень плохо вписываются в его рамки. Важна также активная позиция регулятора по вопросам ЭДО, так как эта сфера сейчас является предметом интереса очень многих участников, и единая позиция в этом вопросе помогла бы их консолидировать, повысив привлекательность рынка в целом.



Михаил Братанов
Директор Депозитария ОАО АКБ «РОСБАНК»

1 Успешными для российской инфраструктуры событиями можно, наверное, считать инновационный подход в части нормативной базы для регулирования операций с иностранными ценными бумагами, а также продвиже-

ния по разным направлениям в вопросах ЭДО для различных областей рынка. Данные события способствовали дальнейшему развитию инфраструктуры рынка, однако, к сожалению, введение в действие соответствующих требований, на мой взгляд, не было в достаточной степени подготовлено.

2 Как уже упоминалось, неподготовленность для введения в действие новых нормативных требований, которые привели к микроколлапсам в отдельных секторах (например, по операциям с АДР), а также, конечно, пакет законов по инвестиционным фондам.

3 На мой взгляд, развитие необходимо продолжать, тем более что Правительством одобрена концепция развития рынка на следующие годы. Но надо более подготовленнее и взвешенно подходить к нововведениям на рынке, а также обеспечивать необходимые и достаточные условия для возможности подкрепления всеми участниками рынка (включая регулятора) данной работы соответствующим ресурсом (прежде всего временным и человеческим). Одни из основных вопросов — дальнейшее упорядоченное развитие ЭДО на рынке в соответствии с международными стандартами, совершенствование нормативной базы, развитие новых операций (например, кредитование ценными бумагами, операции с иностранными ценными бумагами).



Вероника Васильева
Директор Департамента депозитарных услуг
ЗАО «ЮниКредит Банк»

1-2 В целом прошедший год, даже несмотря на кризис, можно охарактеризовать как стабильный. В 2008 г. законодательство и подзаконные акты не претерпели значительных изменений в части инфраструктурных институтов, соответственно, и структура рынка ценных бумаг осталась, по сути, прежней.

3 В условиях кризиса, оттока иностранных инвестиций и падения объемов операций на российском фондовом рынке есть время задуматься о нашем законодательстве, нашей замысловатой, усложненной и отягощенной инфраструктуре. Надо согласиться с тем, что созданная нами матрица взаимоотношений не дает возможности многим потенциальным инвесторам прийти на российский рынок и активно вкладывать средства в отечественную экономику. Может, стоит все же прислушаться к просьбам и рекомендациям наших западных партнеров и коллег? На мой взгляд, проще взять за основу рационально работающие механизмы, используя свой многолетний опыт и ресурсы, и, учитывая особенности российского рынка, создать нечто совершенное. Создание эталона мировой инфраструктуры фондового рынка — вот к чему необходимо стремиться в последующие годы.



Олег Жизненко
Генеральный директор ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»

1 Безусловно, прошедший год был богат на события и вполне мог бы запомниться как хороший для инфраструктуры рынка ценных бумаг, если бы не кризис. На мой взгляд, самыми успешными явлениями в 2008 г. стали решение

о необходимости консолидировать биржи и принятия Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г. Это позволит приблизить финансовую инфраструктуру России к мировым стандартам.

2 Разразившийся под конец года кризис отодвинул все остальные проблемы на задний план. Но вместе с тем, пройдясь «паровым катком» по финансовому рынку, он выровнял «почву» и расчистил пространство для создания более совершенной и эффективной модели экономики в целом и инфраструктуры в частности.

3 Необходимо качественно работать и выполнять то, что уже запланировано в Стратегии. Именно сейчас сложились все необходимые предпосылки, заданы ориентиры, созданы возможности для того, чтобы решить стратегические задачи в долгосрочной — до 2020 г. — перспективе.



Елена Ильина

Генеральный директор ОАО «Специализированный депозитарий "ИНФИНИТУМ"»

1 К важным событиям 2008 г. можно отнести введение обязательного электронного документооборота. Поскольку данный процесс пока не завершен, успешным его называть преждевременно, но это важное и правильное направление. Внедрение ЭДО происходило на фоне споров о форматах, справочниках, стандартах. Конфронтация в этих вопросах тормозит развитие всей инфраструктуры, поэтому последнее слово, наверное, должно быть за регулятором.

2 Для инфраструктурных организаций рынка коллективных инвестиций одной из масштабных была задача изменения технологии учета и обслуживания в связи с существенными изменениями законодательства. Это касается и технологий ведения реестра владельцев инвестиционных паев, депозитарного учета, и технологий осуществления контроля.

3 Одной из важных задач является снижение затрат на осуществление инвестиционного процесса. Для этого необходимо как законодательно, так и технологически двигаться к унификации и сокращению количества представляемой отчетности, минимизации функций, дублируемых различными участниками рынка.

Специализированный депозитарий, например, может оказывать услуги по ведению учета, но лицензионную ответственность продолжает нести управляющая компания. Законодательное закрепление лицензионной ответственности за тем участником инвестиционного процесса, который составляет и предоставляет отчетность (согласно не только нормативному требованию, но и заключенному договору), даст толчок развитию аутсорсинга непрофильных функций и снизит общие издержки на осуществление инвестиционного процесса.



Максим Мурашов

Генеральный директор ЗАО «Национальная регистрационная компания»

1 Прежде всего — реорганизация РАО «ЕЭС России». Впервые в истории российского фондового

рынка осуществлены столь масштабные корпоративные действия эмитента, в которые были вовлечены ключевые участники фондового рынка России. Реорганизация РАО «ЕЭС России» потребовала координации действий фондовых бирж, регистраторов, депозитариев и эмитентов. Впервые передача информации реестра владельцев именных ценных бумаг между регистраторами была осуществлена в электронно-цифровом виде, без обмена бумажными документами.

Другой положительный момент — согласование и реализация Плана совместных действий ПАРТАД и ФСФР России по внедрению электронного документооборота на финансовом рынке. До 2008 г. внедрение ЭДО между инфраструктурными институтами осуществлялось главным образом благодаря усилиям самих участников фондового рынка и их профессиональных ассоциаций. В 2008 г. внедрение ЭДО получило новый импульс со стороны регулятора. Совместными усилиями регулятора и профессиональных участников были официально согласованы с ФСФР России форматы электронного взаимодействия участников рынка коллективных инвестиций. Данные форматы были рекомендованы ФСФР России участникам рынка коллективных инвестиций для использования.

2 Среди актуальных вопросов хотелось бы особо выделить падение доходов инфраструктурных институтов в связи с развитием мирового финансового кризиса и снижение капитализации российского фондового рынка.

Также важной проблемой является неготовность участников рынка коллективных инвестиций к полномасштабному переходу на электронный документооборот в сроки, предусмотренные Законом «Об инвестиционных фондах».

3 Необходимо прилагать усилия к тому, чтобы использование ЭДО было признано обязательной формой взаимодействия регистраторов и номинальных держателей, стремиться к проведению операций в реестре в режиме «день в день» всеми регистраторами в случае использования электронного документооборота. Следует ускорить процессы, связанные с переходом инфраструктуры к обработке информации, основанной на принципах STP (единые форматы, справочники и т. д.).

Кроме того, необходимо обязать эмитентов поручить ведение реестра владельцев именных ценных бумаг независимым регистраторам, несмотря на количество зарегистрированных лиц в реестре.



Андрей Ремнев

Начальник Депозитария Внешэкономбанка

1 Учетная инфраструктура российского рынка ценных бумаг доказала свою жизнеспособность, устойчивость в условиях как бурного подъема рынка, так и его резкого падения. Прошедший год предоставил уникальные возможности протестировать надежность и качество инфраструктуры. Результаты можно считать вполне положительными.

2 Как представляется, в 2008 г. не появилось каких-либо новых глобальных проблем в процессе функционирования учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Вместе с тем были сделаны определенные шаги в направлении решения старых, хорошо известных проблем. К ним, в частности, отно-





сится проблема введения электронного документооборота между депозитариями и регистраторами. Весь мир движется в сторону упрощения доступа к рынку для инвесторов и ускорения операций с ценными бумагами. Электронный документооборот — это путь совершенствования рынка, его осовременивания, возможность проявления преимуществ отечественного рынка, на котором практически все эмиссионные ценные бумаги являются бездокументарными. Несмотря на недостатки предлагаемых к использованию форматов электронных сообщений, электронный документооборот необходимо вводить как можно скорее. И главное здесь не содержание форматов (в конце концов, их можно совершенствовать бесконечно), а надежность доставки электронных сообщений, обеспечение необходимого уровня безопасности электронного документооборота.

3 Возможности для совершенствования инфраструктуры всегда есть. В условиях вяло текущих процессов на рынке таких возможностей даже больше. Есть время подумать о будущем развитии. Существующая нормативная база в основном не препятствует этому на уровне каждого отдельно взятого депозитария или регистратора. В контексте изложенного положения об электронном документообороте важным с точки зрения развития рынка, а не только учетной инфраструктуры представляется совершенствование тарифов регистраторов. Имеется в виду прекращение практики взимания ими комиссионного вознаграждения в процентах от сумм заключенных сделок с ценными бумагами. Для этого, очевидно, необходим соответствующий документ ФСФР России. Двигаясь небольшими шагами, мы достигнем большего, нежели пытаюсь что-то радикально изменить в учетной инфраструктуре нашего рынка.



Наталья Сидорова

Директор, Начальник Департамента депозитарных услуг ING Wholesale Banking

1 Знаковым событием 2008 г. стало успешное завершение основных этапов реформы электроэнергетики (реорганизация РАО «ЕЭС России»). В результате преобразования из этой стратегической отрасли выделился конкурентный частный сектор посредством привлечения крупных капиталов инвесторов. Следует отметить, что ликвидация РАО «ЕЭС России» дала возможность участникам рынка ценных бумаг, в том числе и иностранным, получить прибыль за счет конвертации акций холдинга в бумаги отдельных генерирующих мощностей, которые в свою очередь были допущены к торгам на российских фондовых площадках. Теперь можно с уверенностью сказать, что в целом вся отрасль стала интересна широкому кругу инвесторов, как российских, так и зарубежных. Тем не менее окончательно о завершении реформы можно будет говорить в конце 2010 г., когда рынок электроэнергетики будет полностью либерализован, а госрегулирование цены в энергетике исчезнет.

По нашему мнению, значимым инфраструктурным нововведением является реализация поддержки технологии простого клиринга на ММВБ как инструмента оперативного управления ликвидностью ценных бумаг и денежных средств, обеспечивающей дополнительные возможности при проведении расчетов и клиринга. По сути, технология явилась новацией для участников рынка и обеспечила ускорение и оптимизацию расчетов по биржевым сделкам.

Немаловажное событие — внедрение новой для рынка технологии многостороннего неттинга на фондовом рынке РТС в режиме торгов с Центральным контрагентом. Введение неттинга стало еще одним шагом на пути к созданию международного финансового центра в России, а отсутствие 100%-ного предварительного депонирования в режиме торговли с Центральным контрагентом является особо привлекательным для участников рынка, позволяя уменьшить возможные риски, сократить объем отвлекаемых средств для заключения и исполнения обязательств по сделкам, а также снизить расходы, связанные с проведением транзакций.

Среди других важных событий года стало подписание Президентом Российской Федерации Закона об ограничении иностранных инвестиций в стратегические отрасли. Несмотря на всю неоднозначность необходимости ограничения доступа иностранных инвесторов к стратегическим областям экономики, государство все же выделило 42 отрасли, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства. Однако до сих пор не опубликован список стратегических компаний, а установление принадлежности той или иной компании к стратегической путем направления уведомления в Правительство создает дополнительные трудности иностранным инвесторам.

Еще одним важным событием, с нашей точки зрения, является заявление главы ФСФР России Владимира Миловидова о том, что приоритетным становится вопрос создания вертикально интегрированного холдинга на базе двух крупнейших бирж — ММВБ и РТС. Таким образом, в будущем не исключена возможность создания ЦД путем консолидации расчетных депозитариев этих структур.

Интересной и своевременной стала идея внесения изменений в Закон «Об инвестиционных фондах», предъявляющая новые требования к ЭДО. Несомненно, применение ЭДО в повседневной деятельности инвестиционных фондов представляет собой позитивный сдвиг в развитии бизнеса на рынке коллективных инвестиций путем повышения оперативности обработки информации и снижения издержек при обмене документами. Все эти меры способствуют дальнейшему повышению защищенности инвесторов, число которых неуклонно увеличивается.

Как вы знаете, Приказом ФСФР России с 1 февраля 2008 г. был определен порядок квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, согласно которому все иностранные ценные бумаги должны иметь соответствующие коды, однозначно идентифицирующие выпуск и устанавливающие объем прав по ценной бумаге. Инициатива ФСФР России является, по сути, важной предпосылкой для размещения и обращения иностранных ценных бумаг в Российской Федерации посредством механизма прямого доступа, а также способствует развитию рынка депозитарных расписок.

2 Изменение приоритетов в работе регулятора в рамках стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г. Так, вопрос создания Центрального депозитария потерял приоритетное значение, а идея консолидации биржевой инфраструктуры в вертикально интегрированную модель биржевого холдинга выходит на первый план. Для нас, как для российского депозитария, актуальным является создание Центрального депозитария как элемента прозрачной системы учета прав собственности с высоким уровнем доверия участников. Тем не менее мы не исключаем возможности естественной консолидации существующих расчетно-клиринговых систем, как только будет воплощена в жизнь идея консолидации бирж.

3 Мы надеемся, что 2009 г. порадует нас несколькими событиями, которые должны стать определяющими для российского рынка ценных бумаг.

Мы ожидаем совершенствования системы раскрытия информации об участниках финансового рынка, что необходимо для обеспечения прозрачности функционирования всей инфраструктуры рынка ценных бумаг и в целях обеспечения защиты прав инвесторов.

Важной, с нашей точки зрения, является появление на рынке единой системы электронного документооборота как одного из факторов обеспечения защиты инвестора в рамках создания дополнительных возможностей для обмена информацией, в том числе и раскрытия информации об их реальных собственниках. Необходимо, чтобы такая система ЭДО базировалась на единых форматах ISO, признанных во всем мире. В целом данные меры будут способствовать повышению надежности функционирования рынка и снижению рисков при взаимодействии с регистраторами.

Мы с особым интересом будем следить за развитием и совершенствованием законодательства в области корпоративного управления. Проблема масштабных корпоративных конфликтов между российскими компаниями остро стояла в 2008 г., а позиция регулятора порой недостаточно способствовала разрешению конфликтов. Таким образом, дальнейшая разработка норм корпоративного управления в 2009 г. может способствовать укреплению уровня защиты прав инвесторов и стимулированию иностранных инвестиций.

Вторая половина прошедшего года стала настоящим испытанием для участников рынка, когда на пороге глобального экономического кризиса уверенный рост российского фондового рынка резко изменил направление, оказав негативное влияние как на саму динамику дальнейшего развития рынка, так и на его участников. Тем не менее мы ожидаем, что рынок выйдет из состояния рецессии уже в 2009 г., а разработка Закона «О клиринге», совершенствование режима налогообложения и правового регулирования финансового рынка, а также дальнейшая консолидация инфраструктуры позволят продемонстрировать свою независимость от положения дел на западных и азиатских рынках.

В целом мы весьма позитивно смотрим в будущее, несмотря на то что российский фондовый рынок в настоящий момент переживает период спада на фоне глобального экономического кризиса.



Михаил Тютюнник

Генеральный директор ЗАО «ММВБ-Юг»

1-2 Непростая ситуация сложилась осенью 2008 г. Недоверие к контрагентам, низкая ликвидность, удорожание стоимости заемных средств привели к падению объемов операций на фондовом рынке. Однако региональная особенность состоит в том, что многие компании, работавшие по субброкерским схемам, стали искать собственный путь на биржу, заключая договоры с организациями Группы ММВБ напрямую, без посредников. Возросло и количество частных инвесторов.

3 Биржа для финансовых рынков всегда являлась антикризисным механизмом. При снижении доверия участников друг к другу биржевые инструменты позволяют минимизировать риски неисполнения обязательств. В направлении усовершенствования системы гарантий и предстоит совершенствовать инфраструктуру, в частности вводить Центрального контрагента по операциям РЕПО.



Анна Федорова

Начальник Депозитария ЗАО «ИК «Энергокапитал»»

1 Продуктивно развивается электронный документооборот с регистраторами, успешно и четко была проведена реструктуризация РАО «ЕЭС России», чему предшествовала долгая и кропотливая работа.

2-3 Актуальной проблемой отечественного рынка было и остается отсутствие Центрального депозитария, имеющего высокий статус доверия в России и за рубежом. Создание данного финансового института — необходимое условие дальнейшего совершенствования инфраструктуры российского рынка. ■



НДЦ поздравляет с Днем рождения

Московскую межбанковскую валютную биржу

Уважаемые коллеги!

За годы своей деятельности Московская межбанковская валютная биржа зарекомендовала себя в качестве ведущего российского финансового института, надежного и профессионального партнера и приобрела заслуженное признание на отечественном рынке и за рубежом.

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

Пусть вам всегда и во всем сопутствует удача!



Эдди Астанин
Заместитель директора НДЦ

ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

НДЦ, как компания, входящая в состав Группы ММВБ, на себе ощущает все те проблемы, с которыми столкнулся российский финансовый рынок. Поэтому мы пытаемся сделать определенные выводы и извлечь уроки из сложившейся ситуации, чтобы скорректировать стратегию развития НДЦ на ближайшие годы. Та информация, которую мы получаем сегодня с рынка, достаточно уникальна, поэтому ее надо использовать с наивысшим к. п. д.

В результате кризиса по уровню развития фондового рынка Россия оказалась отброшена на 3–4 года назад. Наблюдающаяся на рынке ситуация дала возможность понять, что невидимая рука рынка не является всепроникающей и всерегулирующей. Существуют определенные границы, в рамках которых рынок действует эффективно, но дальше этих границ рынок функционирует только с помощью поддержки государства. Когда несколько месяцев назад проходило обсуждение стратегии развития фондового рынка ФСФР России, некоторые участники высказали позицию, что государство не должно вмешиваться в деятельность рынка, что его нужно максимально отстранить от этого, чтобы рынок сам все урегулировал. События последних месяцев показывают, что этот тезис не оправдал себя.

Впервые за последние 15 лет мы видим, какую активную и продуктивную под-

держку оказывает государство финансовому рынку. Активность проявляют и Министерство финансов с депозитными аукционами, и Центральный банк с операциями РЕПО, ломбардного кредитования, беззалоговыми аукционами, и правительство, оперативно принявшее план совершенствования законодательства о финансовом рынке. Хотя это и было сделано уже в ситуации кризиса, тем не менее эффект от этих мер участники рынка почувствуют в ближайшей краткосрочной перспективе. Такая активность и внимание к проблемам рынка со стороны государства дают шанс достаточно оперативно изменить те нормы регулирования, которые требуют корректировки в интересах развития рынка.

Вместе с тем, как показала кризисная практика, процесс саморегулирования рынка еще далек от совершенства. Еще год назад казалось, что наконец-то

отечественный рынок вышел на траекторию поступательного развития, вошел в топ-20 фондовых бирж мира. Наблюдался непрерывный рост числа частных и институциональных инвесторов, началось формирование идеальной модели фондового рынка, к которой надо стремиться. Тем не менее выяснилось, что мы не умеем жить в условиях кризиса и падения рынка.

Безусловно, существуют какие-то мотивы для приостановления торгов на бирже. Но сейчас наблюдается отток ликвидности с биржевого рынка в АДР и на рынок *ОТС*, на внебиржевой рынок облигаций. И это негативный фактор для российского рынка. В концепции построения мирового финансового центра предусматривалось, что ключевой инфраструктурой для него является биржевой рынок как более прозрачный, регулируемый и справедливый с точки зрения ценооб-



разования. А движение назад, к внебиржевому рынку, противоречит этой концепции и требует со стороны регулятора принятия определенных мер.

Стало очевидным и наличие дефицита финансовых инструментов для российских участников: ломбардный список Банка России объективно ограничен, список ценных бумаг у профучастников, которые они готовы предоставлять в обеспечение под кредиты, быстро истощается в условиях падения рыночных цен. При этом расширяется инвестиционная деятельность таких субъектов рынка, как Пенсионный фонд России, Фонд ЖКХ, Роснанотехнологии и др. В результате проблема дефицита инструментов еще больше усиливается, поскольку данные организации поглощают часть ликвидности на рынке. Частично данная проблема могла бы быть решена путем допуска иностранных ценных бумаг на российский биржевой рынок — то, о чем ФСФР России говорила несколько месяцев назад. Но пока такой закон не принят. Соответственно, это «лекарство» не действует в нынешних условиях.

Сделав для себя все эти выводы, мы попытались спрогнозировать, что нас ждет в наступившем году с точки зрения конъюнктуры. В таблице представлен экспертный прогноз, демонстрирующий условные среднемесячные остатки ценных бумаг по категориям в стоимостном выражении на счетах депонентов НДЦ (облигации — по номиналу, акции и паи — по рыночной стоимости).

Если раньше, последние 2–3 года, прирост на хранении в НДЦ корпоративных и федеральных облигаций, акций и паев ежегодно был на уровне примерно 25–30%, а по еврообондам — 0, то сейчас наблюдается обратная картина. Увеличиваются остатки на счетах НДЦ в *Clearstream*, где хранятся еврообонды для ломбардных операций с Банком России, операций РЕПО, а отложенные эмиссии и IPO свидетельствуют о том, что в 2009 г. мы будем наблюдать в лучшем случае текущие уровни.

В сложившихся условиях есть два основных подхода к развитию компании: либо сократить все расходы, связанные с развитием, и сосредоточиться только на поддержании надежного и стабильного функционирования, либо (и НДЦ придерживается этого варианта) инвестировать средства в развитие, чтобы достичь того уровня функционала, который соответствует мировым стандартам, и подготовить необходимые новые сервисы к возвращению инвесторов на рынок после кризиса.

Так, НДЦ намерен совершенствовать систему корпоративного управления,

сменить действующую технологическую платформу на более эффективную, внедрить новые расчетные сервисы, уделить существенное внимание управлению рисками и развитию электронного документооборота между участниками.

Говоря о совершенствовании системы корпоративного управления, мы имеем в виду и преобразование НДЦ из некоммерческого партнерства в закрытое акционерное общество, и активизацию деятельности профильных комитетов для получения от участников рынка обратной

тормами, спецдепозитариями и кастодианами.

В связи с этим в августе—сентябре прошедшего года мы с помощью специалистов компании *SWIFT* провели аудит нашего сервиса и пришли к выводу, что у НДЦ существует потенциал для эффективного развития электронного документооборота на базе стандартов, приближенных к стандартам *ISO*. На российском рынке существуют различные точки зрения на то, какие же стандарты необходимо использовать для взаимодействия ме-

ПРОГНОЗ СРЕДНЕМЕСЯЧНЫХ СУММАРНЫХ ОСТАТКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ НА СЧЕТАХ ДЕПО В НДЦ

Актив	Декабрь 2008 г.	Декабрь 2009 г.
ОФЗ, млрд руб.	1 100	1 300
Корпоративные облигации, млрд руб.	1 800	1 900
Акции и паи, млрд руб.	680	800
Еврообонды, млрд долл.	125	150

связи, необходимой для разработки сервисов и услуг, которые были бы востребованы рынком. Так, недавно в НДЦ начал работу Комитет по инновациям, технологиям и продуктам, и первый проект, который мы начали обсуждать с его участниками, — это кредитование ценными бумагами. Надеюсь, уже в 2009 г. этот продукт, аналогично тому, как это делают *Clearstream* и *Euroclear*, будет разработан.

Смена технологической платформы осуществляется НДЦ не только для повышения ее работоспособности, надежности и производительности, но и для того, чтобы внедрить новые сервисы. Во-первых, речь идет о расчетах по внебиржевым сделкам РЕПО с еврооблигациями на условиях модели *DVP-3*, т. е. с неттированием встречных требований и обязательств. Эта технология апробирована и востребована на биржевом рынке РЕПО и будет внедрена в сегменте внебиржевых операций с еврооблигациями. Во-вторых, расчеты на условиях «поставка против платежа» по модели *DVP-1* в иностранной валюте по счетам НДЦ в *Clearstream* и *Euroclear*, т. е. с еврооблигациями и АДР. И наконец, проект кредитования ценными бумагами.

Что касается управления рисками, необходимо отметить, что рейтинговым агентством *Thomas Murray* НДЦ признан компанией с низким уровнем операционного риска (AA-), и в ближайшее время мы намерены уделить особое внимание улучшению состояния нашего функционала в части минимизации риска взаимодействия с внешними контрагентами, в первую очередь с регистра-

жду участниками рынка: либо разработать *ISO*, либо брать их полностью и пытаться проецировать на рынок, либо формировать свои стандарты. НДЦ придерживается позиции, что *mainstream* — именно *ISO*-стандарты, на которых «говорит» весь мировой финансовый рынок, все инвесторы. И на пути к международному финансовому центру нам необходимо научиться говорить с зарубежными инвесторами на одном языке.

В заключение хотелось бы отметить, что с точки зрения инфраструктуры актуальной представляется модель, при которой у рынка есть две «опорные ноги» — Центральный депозитарий и Центральный контрагент. Центральный депозитарий — это естественная и стандартная норма инфраструктуры рынка, он понятен иностранным участникам, которые не готовы работать на российском рынке без наличия привычных для них атрибутов инфраструктуры любого локального рынка. Расчеты с использованием Центрального контрагента — стандарт, позволяющий удешевить проведение операций на рынке. Его отсутствие в условиях кризиса более четко выявляет дефицит в этой области услуг.

Остро назрела и проблема открытия и регулирования иностранных счетов номина в российских расчетных депозитариях, и НДЦ будет прилагать все усилия для того, чтобы нормативно ее урегулировать в рамках существующего законодательства. И наконец, необходимы повсеместное внедрение *ISO*-стандартов, унификация с той практикой, которая существует на мировом рынке. ■



Анатолий Гавриленко

Президент ГК «АЛОР», Президент Российского биржевого союза

ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО СООБЩЕСТВА РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Сегодня на российском финансовом рынке работают умные, грамотные и образованные специалисты. А кому много дано, с того и спрос больше. Так было всегда. Создание в России международного финансового центра, о котором так много говорят в последнее время, требует повышения уровня корпоративного управления. Что же в сложившейся на рынке ситуации необходимо предпринять в ближайший период профессиональному сообществу для ее стабилизации?

До недавнего времени во взглядах профучастников наблюдалась излишняя идеализация рынка. Существовало распространенное мнение, что рынок сам все урегулирует, сам все решит. События последних месяцев показали, что это не так. И это касается не только российского, но и западного рынка. Поэтому прежде всего нам следует отказаться от позиции, что рынок всегда прав. Не всегда и не во всем! И отрадно то, что сейчас этот подход начинает пересматриваться.

Сегодня российскому менеджменту необходимо более внимательно относиться к национальным и социальным приоритетам. По моему убеждению, профессиональное сообщество должно мыслить категориями интересов страны. В своей деятельности оно должно отталкиваться от того, что для страны важнее. А многие ли руководители компаний знают план раз-

вития страны до 2012 г.? Вопрос риторический.

При принятии каких-либо решений нужно понимать всю степень ответственности за их реализацию. Насколько они грамотны, насколько эффективны? Так, например, сегодня говорят об организации электронных площадок, о допуске на них государственных заказов и дальнейшем их регулировании. Но быстро создать систему эффективного регулирования электронных площадок вряд ли удастся. Кроме того, биржа — уже отлаженный механизм, между ними нельзя ставить знак равенства.

Развитие отечественного рынка невозможно без учета интересов всех регионов России. Часто приходится слышать мнение, что не нужно увеличивать время торгов. Зачем нам биржевые компании, которые работают по 24 часа в сутки? Но это в корне неправильная позиция.

Необходимо блюсти национальные интересы. Ведь если, например, на Дальнем Востоке ничего не делать, значит, завтра его население будет работать на зарубежных биржах.

Кроме всего прочего, должно прийти понимание того, что потенциальные инвесторы — это в первую очередь наши граждане. До сих пор на рынке главным инвестором был иностранец. И мы делали все возможное, чтобы завлечь его на отечественный рынок. Сегодня же необходимо акцентировать внимание прежде всего на работе с российскими инвесторами. И если мы сможем заинтересовать отечественных инвесторов, придут и иностранные. В нашей стране работает комиссия по иностранным инвестициям, а вот комиссии по сотрудничеству с национальным инвестором нет.

Профучастникам необходимо научиться договариваться о конструктивном



сотрудничестве. Так, например, между ММВБ и РТС сложились очень хорошие дипломатические отношения. Но для того, чтобы построить в России международный финансовый центр, необходимо наладить и эффективное деловое сотрудничество.

Говоря о вопросах регулирования, следует отметить, что одной из проблем на сегодняшний день является наличие двойного регулирования деятельности финансовых структур: его осуществляет и Центральный банк, и ФСФР России.

Наблюдающаяся на рынке ситуация могла бы оказаться для нас менее болезненной, если бы на срочном рынке существовала более эффективная система надзора. И сейчас наша задача — сделать все возможное, чтобы выстроить ее в ближайшее время.

Кроме того, необходимо разработать систему контроля за сферой внебиржевого оборота. Сегодня внебиржевой оборот существует как бы сам по себе. Плохо это или хорошо — сложно сказать. Но мне кажется, что, поскольку все тенденции мирового рынка свидетельствуют о постоянном увеличении внебиржевого оборота, внимательное отношение к осуществлению контроля за данным сектором очень важно.

Необходимо повышать уровень социальной защиты сотрудников компаний. Следует создать общественную организацию, которая взяла бы на себя решение актуальной на сегодняшний день проблемы вынужденного ухода профессионалов с рынка.

И здесь хотелось бы указать на такую важную категорию, как репутация. Без этого финансовый рынок эффективно работать не может. В мире финансистов важно все: соблюдение законов, этика, социальная ответственность, твердость слова, обещания. Поэтому репутация выстраивается очень долго и ценится очень высоко.

В настоящее время на рынке ценных бумаг существует огромное количество общественных организаций. Однако их деятельность необходимо координировать. И в наших с вами силах сделать так, чтобы работа общественных организаций была более согласованной. Только следует уделять этому как можно больше внимания.

Невозможно обойти стороной и такой фактор, как отсутствие национальной системы рейтингов. Для выделения государственных денег нужны рейтинги. Оценивать отечественные компании и банки по иностранным рейтингам не совсем правильно. А системы как таковой нет. Поэтому остается непонятным, как оцениваются наши компании западными рейтинговыми агентствами.

Необходимо совершенствовать систему подготовки специалистов. У нас ни один вуз не готовит специалистов должного уровня. Люди получают знания, навыки уже в процессе работы на рынке. И когда на одном совете ректоров я спросил, готовы ли специалисты, которых выпускают наши вузы, к работе, допустим, на отечественном срочном рын-

ке, ответ был однозначный: специалисты и так востребованы и что-то менять в системе образования нет необходимости.

Конечно, как можно больше внимания следует уделять работе с молодежью — школьниками, студентами. И здесь важно, чтобы в эту работу было вовлечено все профессиональное сообщество. Игнорирование этой важной задачи ни к чему хорошему не приведет.

Кроме того, нам сегодня нужна четко выстроенная, понятная для всех, в том числе и для участников рынка, система риск-менеджмента. По моему убеждению, следует переходить к системе сертифицирования или аттестации риск-менеджеров.

Одним из важнейших направлений должно стать повышение инвестиционной грамотности населения. Ведь если народ не понимает рынок, не знает его, не доверяет ему, это напрямую отражается на профучастниках и банках. Поэтому нам и приходится говорить о кризисе доверия на рынке ценных бумаг. Как и в 1998 г., сегодня на рынке присутствует в основном иностранный капитал.

Ну и напоследок хотелось бы отметить, что необходимо внимательнее относиться к существующему у нас научному потенциалу, прислушиваться при разработке планов развития страны к мнениям ученых. А ведь они прогнозируют, что через 10 лет снова будет кризис. И что тут говорить о планах на 2020 г.? ■

НОВОСТИ НДЦ

Совет директоров НДЦ утвердил изменение состава Комитета по управлению рисками

23 декабря 2008 г. состоялось заседание Совета директоров НДЦ, на котором было принято решение о досрочном прекращении членства в Комитете по управлению рисками НДЦ Аллы Антиповой, начальника Отдела кредитных рисков корпоративных клиентов Сбербанка России ОАО, в связи с изменением места работы. В состав Комитета избрана Наталья Ростовцева, Заместитель директора Управления рисков Сбербанка России ОАО, на основании письма Сбербанка России ОАО.

Таким образом, Комитет по управлению рисками НДЦ представлен в следующем составе:

Зимин Владислав Владимирович, Советник экономического Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Банка России, Председатель Комитета по управлению рисками;

Наумов Сергей Николаевич, Заместитель директора НДЦ — контролер, Заместитель председателя Комитета по управлению рисками;

Андреев Алексей Владимирович, Директор Департамента стратегических рисков ЗАО «ЮниКредит Банк»;

Барбашов Алексей Сергеевич, Директор по управлению рисками ЗАО ММВБ;

Краснова Мария Олеговна, Начальник Юридического управления НДЦ;

Лабутин Олег Викторович, Заместитель Председателя Правления, член Правления ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр»;

Ростовцева Наталья Владимировна, Заместитель директора Управления рисков Сбербанка России ОАО;

Сорочкина Вероника Вячеславовна, Ведущий менеджер Отдела организации и развития депозитарных услуг Депозитария ОАО Банк ВТБ;

Ульянова Татьяна Анатольевна, Заместитель начальника Отдела организации депозитарного обслуживания Депозитария Внешэкономбанка;

Чемодуров Николай Владимирович, Начальник Управления анализа и контроля депозитарной деятельности «Газпромбанк» (ОАО).



Андрей Столяров

доцент кафедры фондового рынка и рынка инвестиций
Государственного университета – Высшая школа экономики,
канд. экон. наук

КРИЗИС РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В 2008 ГОДУ – ВНЕШНИЙ ВИРУС?

В 2008 г. российскому фондовому рынку удалось отличиться. Даже на фоне общего мирового кризиса, коснувшегося всех мировых финансовых рынков, российский рынок умудрился показать рекордный результат: его падение составило более 75%. Попытаемся разобраться в причинах такой исключительности российского рынка, проанализировать, чем вызвано его падение, и, самое главное, оценить его дальнейшие перспективы.

КРИЗИС 1998 И 2008 ГОДОВ: НАЙДИ ОТЛИЧИЯ

Прежде всего поражает совпадение дат: 1998 и 2008 гг. Но при таком внешнем совпадении есть существенные различия. В 1998 г. российский фондовый рынок пал жертвой кризиса развивающихся рынков. Кризис августа 1998 г. в России был лишь звеном в общей хронологии кризисных явлений на *emerging markets*. Подобные потрясения пережили страны Юго-Восточной Азии и Латинской Америки. Но в 1998 г. этот кризис почти не коснулся развитых рынков. Наоборот, после падения фондовых рынков на развивающихся рынках капитал вернулся на развитые рынки и начал «надувать пузырь» на американском рынке доткомов, который стал рушиться только в 2000 г. Опять-таки в 1998 г. падение российского рынка явилось следствием ошибок го-

сударственного управления. Кризис тогда был вызван, кроме обвального падения цен на энергоносители, неправильной валютной политикой (завышенный курс рубля), сохраняющимся дефицитом государственного бюджета, приведшим к пирамиде ГКО, слабостью финансовой сферы в целом и банковской системы в частности, попыткой следовать рекомендациям Вашингтонского консенсуса. Все это в совокупности привело к событиям августа 1998 г. В рамках данной статьи не хотелось бы оценивать правильность или неправильность тех мер, которые были приняты тогда. Важнее вывод: при прочих равных условиях кризис 1998 г. был кризисом «рукотворным».

При первом взгляде на кризис 2008 г. все выглядит вроде бы по-другому. В отличие от кризиса 1998 г., кризис 2008 г. кажется «иностранным заразой». До лета прошлого года макроэкономические по-

казатели российской экономики выглядели впечатляюще. Российский ВВП рос темпами, намного опережающими темпы роста развитых и даже многих развивающихся экономик, уступая лишь Китаю и Индии. При этом гордостью российских финансовых властей являлось постоянное увеличение золотовалютных резервов (Россия вышла по этому показателю на 3-е место, уступая только Японии и Китаю). При этом не отставал и российский фондовый рынок. Не показав значительных результатов в 2007 г., индекс РТС в мае 2008 г. устремился к новым рекордным высотам. Большинство аналитиков в начале прошлого года прогнозировали к концу года *targets* на уровне от 2400 до 3000 пунктов по индексу РТС. Предположить, что в октябре 2008 г. индекс достигнет отметки 550 пунктов, вернувшись тем самым к отметке 1997 г., можно было только



в страшном сне. Тем не менее этот сон стал явью.

Российский фондовый рынок меньше чем за полгода упал более чем в 4 раза. Что же произошло? В чем причина? Плясать на костях — занятие неблагодарное. Но важно понять причины, которые привели к такому падению.

ЧТО ПРОИЗОШЛО С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ?

До осени 2008 г. среди экспертов (причем не только российских, но и международных) была популярна теория декаплинга, предполагающего, что в условиях мирового финансового кризиса развивающиеся рынки смогут чувствовать себя более уверенно, чем развитые рынки. Эксперты говорили о том, что, в отличие от 1990-х гг., положение развивающихся экономик выгодно отличалось в лучшую сторону. Большинство развивающихся стран характеризовалось высокими темпами роста, сбалансированным бюджетом (причем профицитным), невысоким уровнем государственного долга, стабильным финансовым положением, растущими золотовалютными резервами. Кроме того, у них был накоплен положительный опыт управления в условиях кризиса. И, кроме того, самое главное: у развивающихся стран существовал (и существует) колоссальный потенциал роста внутреннего спроса. Именно на него эксперты и рассчитывали. Предполагалось, что растущий внутренний спрос на развивающихся рынках поможет спасти тормозящую мировую экономику, создаст барьер, который сможет смягчить замедление или падение роста экономики развитых стран. В 1970-е гг., когда Ден Сяопин предлагал программу реформ китайской экономики, западные экономисты скептически относились к этим начинаниям, говоря о том, что «только капитализм может спасти Китай». В 2008 г. многие эксперты заговорили о том, что в условиях начала рецессии «только Китай может спасти капитализм». Фондовые рынки развивающихся стран подтверждали эту логику.

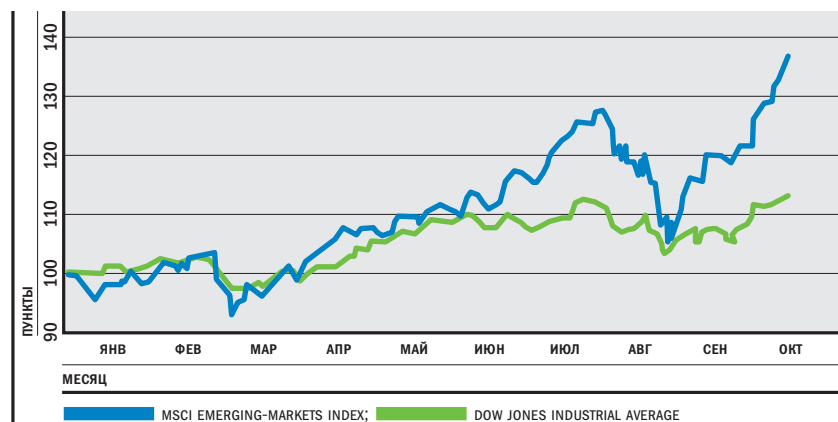
На графике, опубликованном в журнале «Экономист» (рис. 1), видно, что индекс *MSCI*, отражающий динамику развивающихся рынков, при стабилизации ситуации на американском фондовом рынке начинал расти просто колоссальными темпами. Причем фондовые рынки развивающихся рынков росли быстрее развитых рынков.

В 2007 г. капитализация развивающихся рынков выросла, по оценке МВФ, с 12 трлн до 20 трлн долл. В 2008 г. разви-

вающиеся рынки продолжали бить рекорды. Российский рынок не был исключен. Кроме него многие фондовые рынки развивающихся стран побили рекорды (в частности, бразильский). В 2007 г. таких рекордов достиг китайский рынок. Но инвесторов, жадно бросившихся покупать «недооцененные активы» на развивающихся рынках, ждал весьма неприятный сюрприз. При ухудшении ситуации на американском и европейском рынках инвесторы с тем же энтузиазмом, с которым прежде покупали, стали распродавать ак-

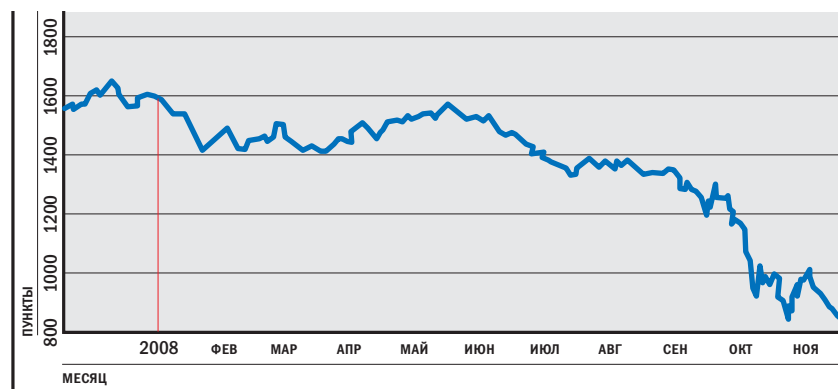
сильнее, чем предполагалось большинством экспертов. В условиях глобализации, усиления финансовой и экономической взаимозависимости всех национальных экономик шок от осознания тех неприятностей, с которыми столкнулась американская экономика, в итоге затронул и экономики развивающихся стран. Причем если в 2007 г. кризис в Америке воспринимался просто как один из многих кризисов, из которых американская экономика в последние десятилетия спокойно выходила, то теперь он коснулся

Рисунок 1. ИНДЕКСЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ (MSCI) И DOW JONES В 2007 г.



Источник: Thomson Datastream.

Рисунок 2. ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ В 2008 г.



Источник: агентство Bloomberg.

тивы на развивающихся рынках. Причем степень падения оказалась не меньше, а даже больше, чем на развитых рынках.

Что же произошло? Почему инвесторы, уверовавшие в теорию декаплинга, вдруг разочаровались в ней? Почему индекс *MSCI*, отражающий сводную динамику фондового индекса развивающихся стран, показал падение более чем в 2 раза (рис. 2)?

ЛЮБИМЫЙ ВОПРОС: КТО ВИНОВАТ?

Самое простое объяснение: мировой финансовый кризис оказался намного

того, что долгие годы считалось символом финансового могущества финансовой системы США — инвестиционных банков *Bear Stearns* и *Lehnmans Brothers*, страховой компании *AIG*, банковского холдинга *Citigroup*, федеральных агентств *Fannie Mae* и *Freddie Mac*. Уникальность кризиса вызвала волну паники и обрушила фондовые рынки развитых стран (американские индексы упали на 40%!). Что уж тут говорить о развивающихся рынках, для которых по определению характерна высокая волатильность. Кроме того, выяснилось, что из-за высокой интеграции развивающихся рынков в мировую экономику упования на глубокий потенциал



внутреннего спроса оказались не вполне состоятельными. Все развивающиеся страны замедлили свои темпы роста. Даже Китай вынужден разрабатывать меры антикризисного характера, направленные на стимулирование внутреннего спроса.

А тут еще падение цен на нефть было еще чем в 4 раза всего за полгода — с почти 150 до 35 долл. за баррель. А российский индекс — хоть мы и говорили о том, что наш фондовый рынок диверсифицируется, снижается доля нефтегазового комплекса, — по-прежнему в значительной степени зависит именно от нефти и газа. Да и состояние государственного бюджета на фоне падения нефтяных котировок стало вызывать большое опасение у инвесторов.

Но беды российского фондового рынка на этом не заканчиваются. В августе вспыхивает война в Южной Осетии и Абхазии, которая не усилила любовь инвесторов к российским активам.

Вообще, что и говорить — не повезло. Кризисы всегда подкрадываются незаметно, даже если их и ждешь. Казалось, что тут обсуждать? Во всем виноваты жадные американские профессиональные участники рынка ценных бумаг, превратившие замечательный инструмент по секьюритизации ипотечных активов в нечто, имеющее безобидное название *sub-prime*, но сумевшее разрушить долгодлительный «бычий» рынок на фондовом и товарном рынках, придумавшие массу инструментов, производных и запутавших окончательно несчастных и доверчивых инвесторов. Вообще, рынок есть рынок. Стихия, одним словом. Жалко, но ничего не поделаешь. Хорошо, что у нас на этот случай есть «мешочек», который называется золотовалютные резервы. А вот если бы его не было? Даже не хочется и думать об этом.

НО НЕ ВСЕ ТАК ПРОСТО...

«Все счастливые семьи похожи друг на друга, каждая несчастливая семья несчастлива по-своему». Это к чему? А это к тому, что причины нынешнего кризиса только кажутся внешними.

Возникает вопрос: с чем, собственно, связан такой мощный подъем фондовых рынков развивающихся стран и «пузырь» на рынке *commodities*? Какая в этом заслуга России? Может быть, это иностранные инвесторы искали тихую гавань или готовились к тому, что Москва быстро превратится в международный финансовый центр, затмив славу Лондона и Нью-Йорка?

На самом деле все гораздо проще. Нефтяные цены — они или от Бога, или

от лукавого, это кому как нравится. Но месторасположение того, кого нельзя называть, но кого все знают, — ФРС США, которая в последние годы если не сбрасывала деньги с вертолета, то последовательно держала процентные ставки на низком уровне, пытаясь создать допинг для слабеющей экономики потребителей. В условиях низкой доходности инструментов с фиксированной доходностью на рынке развитых стран и неопределенности перспектив развития американской экономики инвесторы готовы были покупать «осязаемые» активы — нефть, золото, пшеницу, свинину, металлы, другие товарные радости. Развитый рынок производных освобождал их от необходимости складировать эти атрибуты вечных ценностей и давал возможность покупать производные — фьючерсы. Ну а дальше аналитики аргументированно объясняли, почему растут товарные активы в условиях надвигающейся рецессии в крупнейшей экономике мира (!!!). А почему? А потому что есть спрос со стороны растущих экономик. Потому что есть хедж-фонды, которые в начале 2008 г. использовали нехитрую арбитражную операцию на американском фондовом рынке: покупай акции компаний, связанных с энергоносителями (они все равно не упадут в цене), и продавай акции финансовых компаний на развитых рынках.

То же самое происходило и с фондовыми рынками развивающихся стран. Достаточно привести одну, но, на мой взгляд, очень убедительную цифру. По данным ФРС США, на начало сентября 2008 г. американские инвесторы вложили в иностранные акции более 5 трлн долл. (!!!). Они тоже читали про декаплинг и тоже хотели заработать на этом празднике жизни. Вот только когда проблемы на американском рынке оказались серьезнее, чем предполагалось, потребовались деньги, кэш. А где его взять? А там, где он был, — в товарных активах, в акциях развивающихся и развитых стран, в облигациях стран с устойчивым финансовым положением, таких, к примеру, как Россия. На этом фоне спред доходности российских суверенных еврооблигаций подскочил до 900 пунктов, превысив отметку в 12% доходности. Что уж тут говорить об акциях российских компаний!

Здесь хотелось бы обратить внимание на то, что в последнее время модно ругать фундаментальную экономическую теорию. И то она не объясняет, и это она не предвидела. А уж сочетание «теория эффективного рынка» и вовсе воспринимается как ругательство. Как можно, основываясь на рациональности поведения

инвесторов, объяснить тот факт, что инвесторы покупают американские дисконтные облигации (*T-Bills*) с отрицательной доходностью, т. е. по цене выше номинальной стоимости? Как разумный инвестор может продавать акции компании по цене, которая меньше совокупной стоимости денежных средств компании? А по моему мнению, наоборот, кризис демонстрирует рациональность (разумность) поведения инвесторов, по крайней мере, в краткосрочной перспективе.

В условиях кризиса сломался прибор для определения фундаментальной стоимости активов. Как можно говорить о справедливой стоимости российских акций, если коэффициент дисконтирования (*WACC*, или средневзвешенная стоимость капитала) меняется каждый день, когда нельзя прогнозировать величину денежных потоков не только на 5–10 лет вперед, но и на следующий квартал? В этих условиях действует только один фундаментальный фактор — *Cash is the King*. И вот здесь мы возвращаемся к тому, с чего начали. Аналогом кэш являются американские государственные облигации — самый большой и ликвидный фондовый инструмент в мире, инструмент, объемы торгов по которому превышали в 2008 г. 600 млрд долл. в день, исключая сделки РЕПО, где наберется еще пара триллионов. Мне не хотелось бы сейчас обсуждать кредитное качество этих инструментов — я просто констатирую факт. В условиях кризиса инвесторы уходят в кэш, провоцируя рост курса доллара против других валют на фоне удручающей макроэкономической статистики по США. Чем она хуже, тем ниже доходность на рынке американских казначейских облигаций, тем больше спрос на то, за что можно это купить, — на американские доллары.

Все, о чем говорилось выше, вроде известно многим. К чему, когда мы говорим о российском кризисе 2008 г., эти общие рассуждения о падении отечественного фондового рынка? Как это объясняет, почему падение фондового рынка России оказалось более значительным, чем в других странах?

Да потому и упал рынок, что рос в последние годы не за счет увеличения средств внутренних инвесторов. Это, кстати, парадоксальный факт, на который в условиях сильного роста российского фондового рынка никто не обращал внимания. Российский фондовый рынок достиг капитализации свыше 1,5 трлн долл. При этом число внутренних розничных инвесторов на российском фондовом рынке не превышало 500 тыс. человек. Активы российских инвестиционных фондов не превосходили 800 млрд руб.



(что по нынешнему курсу меньше 30 млрд долл.). И то, в значительной степени эти активы приходились на закрытые фонды, которые никакого отношения к розничным инвесторам не имели. Примерно такая же величина наблюдалась и у других источников длинных инвестиционных ресурсов — российских негосударственных пенсионных фондов. Кроме того, рост капитализации российского фондового рынка сопровождался снижением доли *free-float*, количества акций в свободном обращении, возрастанием доли государственных или окологосударственных корпораций.

В условиях паники иностранных инвесторов, которые повели себя нерационально (как мы себе это объясняем), их продажи привели к обвальному падению российских активов, потому что вместо них — пустота. Для сравнения приведу только две цифры, и не по развитым (это не вполне справедливо), а по развивающимся рынкам. В Бразилии активы инвестиционных фондов превышали на начало 2008 г. 400 млрд долл. (!!!). В Китае на фоне роста китайского фондового рынка счастливыми обладателями акций китайских компаний стали 138 млн розничных инвесторов. Конечно, это не уберегло эти рынки от падения. Безусловно, можно говорить о трагедии китайских домохозяйств, купивших акции на самом пике, и о пагубном пристрастии китайцев к игре (игромания — заменой ей выступает покупка акций), но факт налицо.

За 10 относительно спокойных и благополучных лет нам не удалось создать класс отечественного инвестора. А между тем это тот костяк, на котором и держится национальный фондовый рынок. Ведь отечественному инвестору бежать-то по большому счету некуда. Именно от него зависит, насколько устойчивым может оказаться фондовый рынок в условиях кризиса.

У американской экономики много проблем. И я отнюдь не являюсь оптимистом в отношении перспектив быстрого восстановления американской экономики. Но вот что касается американского фондового рынка, то его хоронить рано. У него есть внутренняя институциональная основа — он базируется на внутреннем розничном инвесторе. Доля иностранных инвесторов на американском фондовом рынке по состоянию на 2005 г. составляет, по данным ФРС США, аж 7% (может быть, конечно, сейчас эта доля повысилась). А кто остальные? Рядовые американские домохозяйства. Почти 100 млн американцев являются акционерами американских компаний или напрямую, или через взаимные фонды.

КТО ВИНОВАТ — РЕШИЛИ. А ЧТО ДЕЛАТЬ?

Это я к чему? Да к тому, что лучше сейчас направить усилия на решение реальной проблемы — создание механизма стимулирования внутреннего спроса на российские фондовые активы, создание широкого круга розничных и институциональных внутренних инвесторов. Без решения этой задачи не то что международного финансового центра не получится, а и национального фондового рынка не будет, поскольку покупать российские акции будут в результате все равно иностранные инвесторы (а делать они это будут, как в известном мультфильме: «мы делили апельсин — много нас, а он один»). И единственным гарантом и спасителем отечественного фондового рынка будут государственные деньги.

Хотелось бы пояснить, что я вовсе не выступаю против идеи развития международного финансового центра в России. Я целиком «за». Я согласен, что после кризиса (а он рано или поздно пройдет, причем также внезапно, как и начался) у России и его финансовой системы появится уникальная возможность — стать если не мировым, то, по крайней мере, региональным финансовым центром. Но нельзя ставить телегу впереди лошади. Сначала надо создать внутренний класс инвесторов, внутренний рынок ликвидности, с определением реального уровня процентных ставок, а уж потом думать о «пряниках» для иностранных участников.

Отдельно хотелось бы обратить внимание на фундаментальную оценку российских акций. На самом деле кризис выявил достаточно низкий уровень риск-менеджмента и корпоративного управления в российских акционерных обществах. Кризис показал, что капитализация частных компаний росла во многом за счет леввериджа, когда под залог крупных пакетов брались кредиты. На эти кредиты покупались новые активы, а под эти активы брались в свою очередь новые кредиты. Подобная стратегия позволяла наращивать капитализацию, но эта капитализация тоже носила дутый характер. Кроме того, «мудрость» этой стратегии очень напоминает анекдот начала 1990-х гг.: встречаются два предпринимателя и заключают договор о покупке товара, после чего один ищет товар, а второй — деньги. В условиях кредитного кризиса и обесценивания заложенных активов это привело к маржин-коллам и панической распродаже активов. На помощь спешит ВЭБ, способный спасти пострадавших. Непонятны критерии выбора наиболее эффективного управленца и менеджера. Кажется, глав-

ный — контроль над большими активами (*to bid is to fail*). Но эти критерии ничего общего с критериями эффективности управления, наверное, не имеют. А значит, нынешнее падение активов связано и с уровнем корпоративного управления в российских компаниях.

Но ведь аналогичная проблема характерна и для институциональной среды отечественного фондового рынка. Столь резкое падение российского фондового рынка осенью (как и обратное — столь резкий рост российского фондового рынка весной) необъясним без признания того, что российский фондовый рынок как был, так и остается непрозрачным, его финансовые институты имеют слабую капитальную базу, невысокую капитализацию и низкий уровень риск-менеджмента. За годы нефтяного изобилия участники рынка позабыли главную истину: одна из основных функций финансового института заключается в принятии на себя рисков и ответственности за них. Совершенствование торговой, учетной инфраструктуры — вещь, конечно, необходимая, поскольку снижает издержки для участников рынка, но, может быть, главное — создание новой институциональной среды, где участники рынка будут находиться в равных условиях, где рынок будет прозрачным, у участников будет достаточная капитальная база и заранее известные условия игры? А то закона, запрещающего инсайдерскую торговлю, как не было, так и нет.

И наконец, я хотел бы остановиться на еще одной проблеме, которая вообще ускользает при обсуждении концепции международного финансового центра в Москве. Проблема вроде бы частная и вроде бы напрямую не связана с функционированием международного финансового центра — развитие российского внутреннего рынка государственных облигаций. В последние годы этот рынок находился если не в загоне, то, по крайней мере, не в центре внимания российских финансовых регуляторов. Все те предложения, которые были связаны с развитием этого рынка, оказались невостребованными. Это и формирование института первичных дилеров, и появление бумаг-бенчмарков, которые бы служили ориентиром в отношении доходности на российском облигационном рынке. В условиях профицита бюджета развитие рынка государственных облигаций рассматривалось как пятое колесо в телеге российского финансового рынка. Зачем этот рынок, когда у нас и так есть резервы на черный день? Более того, зачем делать конкурента рынку корпоративных облигаций, создавая эффект за-



мещения частных инвестиций государственными?

Что и говорить, определенная логика в таких построениях была. Но вот в чем проблема: отказываясь от создания полноценного развитого рынка государственных облигаций, присущего, кстати, всем развитым странам, Россия вступила на путь построения финансовой системы, где ориентиры доходности определяются на рынке государственных облигаций другой страны или в лучшем случае на рынке ставок *LIBOR* в Лондоне. Причем такое определение безрисковой доходности, которая, кстати, учитывалась и в моделях *DCF*, отражало сложившийся факт: центр ликвидности российской финансовой системы был вытеснен за национальные границы. И в этой связи хотелось бы еще раз посмотреть на проблему российских золотовалютных резервов, которые еще недавно казались избыточными. Государство изымало сверхдоходы, складировало их на черный день, инвестируя в американские полугосударственные и государственные бумаги. Главным мотивом таких действий выступала абсолютная ликвидность и надежность инструментов, в которые они размещались. Вроде все замечательно, и можно только порадоваться. Стоит, однако, и испугаться: а вдруг такого механизма не было.

Но ведь что произошло в период кризиса? Помимо оттока капитала, вызванного спекулятивным капиталом (из песни слов не выкинешь), возникла еще одна проблема, связанная с необходимостью платить частным и, что совсем интересно, государственным компаниям проценты по кредитам и еврооблигациям, которые эти компании в годы нефтяного изобилия активно занимали. В итоге государство приходит им на помощь в качестве кредитора и замещает их. Но встает вопрос: может быть, имело смысл подумать об этой проблеме заранее? Причем не так, чтобы вообще запретить заимствование государственным компаниям за рубежом (а где им было заимствовать, если там и ставки были ниже, и сроки длиннее, и суммы больше?), а подумать о создании национальной финансовой системы? Может быть, целесообразно было заранее создать или, по крайней мере, начать создавать условия для формирования полноценной банковской системы, способной снабжать кредитными ресурсами национальную промышленность, а не превращать банковскую систему в своеобразного посредника между мировым рынком капитала и отечественными потребителями кредитных ресурсов? Естественно, что в условиях кредитного кризиса, когда тем, кто раньше предлагал эти

ресурсы российским банкам, уже было не до этого, российским банкам стало просто нечем кредитовать отечественного заемщика. В итоге роль кредитора опять-таки отдается государству и его уполномоченным банкам.

Конечно, создание полноценного эффективного рынка государственных облигаций — задача сложная. Создать такой рынок, который бы привлек иностранных инвесторов, непросто. А между прочим, на любом развитом рынке внутреннего государственного долга доля иностранных инвесторов превышает 30% (за исключением японского, где низкая доходность государственных облигаций делает японские бумаги непривлекательными).

Причем интересно, что есть публикации, в которых авторы ругают на чем свет стоит крупнейшие рейтинговые агентства (*Moody's*, *S&P*, *Fitch*) за предвзятость, непрофессионализм, политический крен и бог знает за какие еще грехи. Нельзя сказать, что вся эта критика абсолютно несправедлива. Но скажите: а как можно точно оценить потенциал подобной финансовой системы?

К примеру, можно вернуться к отрицательной реальной доходности, которая была на российском рынке облигаций до кризиса. Развивать рынок государственных облигаций в условиях высокого профицита бюджета — нонсенс. А занимать под отрицательную реальную доходность (когда процентные ставки ниже уровня инфляции) не нонсенс? А то, что при этом инфляция не хочет снижаться, — не нонсенс? Кстати, этот феномен (отрицательная реальная доходность инструментов с фиксированной доходностью) отсюда же. Это прямое следствие сложившейся системы, когда ценообразование долговых инструментов определяется не на национальном рынке. В итоге доходности оторваны от реальных макроэкономических категорий. Это и к разговору о справедливой стоимости российских акций. Как же можно говорить о реальной неопределенности российских акций, когда встает вопрос об определении стоимости капитала компании (а он, как мы только что отметили, не так прост)? Получается, что реальные ставки доходности долгое время были занижены. Это приводило к завышению оценок справедливой стоимости компаний. Ведь на развитых рынках доходность не может долгое время быть отрицательной. А если и будет (как, к примеру, в Японии), то это признак долговременной рецессии.

Конечно, можно возразить, что привлекательность рынка государственных облигаций развитых стран связана прежде всего с резервным статусом их валют.

Но если мы хотим реально, а не на бумаге создавать мировой финансовый центр, наверное, надо подумать, как сделать национальную валюту привлекательной для иностранных инвесторов. Боюсь, что, призывая братьев-белорусов покупать российскую нефть и газ за рубли, этого не добьешься. А вот существование реально эффективного рынка государственных ценных бумаг такую задачу решить может. По крайней мере, надо попытаться. А иначе можно придумывать всякие «пряники» для иностранных инвесторов, а потом в условиях спекулятивной атаки на национальный валютный рынок судорожно разрабатывать меры по ограничению свободного передвижения капитала.

НАПОСЛЕДОК О ХОРОШЕМ

Но кризис на российском фондовом рынке имеет и свои положительные стороны.

Во-первых, в отличие от развитых стран, у нас очень небольшая доля розничных инвесторов. А значит, даже столь сильное падение российского фондового рынка не привело к существенному снижению доходов российских домохозяйств, в отличие от американских домохозяйств, где на вложения в акции приходится 25% финансовых вложений домохозяйств. Не столь существенно это отразилось и на рынке пенсионных накоплений, поскольку он находится в зачаточном состоянии. Кстати, будет забавно, если все-таки примут решение учитывать финансовые вложения не по реальной цене, а по цене приобретения. Мотивировка такова: сейчас активы торгуются не по реальной справедливой цене. А занижение цен приведет к тому, что инвесторы могут разочароваться в негосударственной пенсионной системе как таковой. Странная позиция: если все уверены, что портфели пенсионных фондов вырастут, в чем, собственно, проблема? Надо просто доходчиво объяснить, что фондовый рынок может не только расти, но и падать.

Может быть, проблема в другом? Фондовый рынок может долго не расти. Кто в это не верит — посмотрите на индекс *Nikkei*, который достиг максимального значения в 1990 г. (39 000 пунктов) и больше на такой уровень не возвращался. Сейчас он составляет около 8000 пунктов, а на пике был все равно в 2 раза ниже максимальных значений. И что теперь делать бедным японцам? Двадцать лет учитывать активы по несуществующим ценам?

Во-вторых, именно невысокий уровень развития коллективных инвестиций и низкая вовлеченность частных инвесто-



ров в инвестирование на фондовом рынке позволяют сосредоточиться на главной проблеме: как сделать инвестирование сбережений российских домохозяйств в инструменты российского фондового рынка интересным для этих домохозяйств, как максимально расширить внутреннюю базу инвесторов. В принципе эти меры понятны. Это и налоговое стимулирование долгосрочных инвестиций, и создание благоприятного имиджа российского фондового рынка, и формирование институциональных основ для создания эффективного и прозрачного ценообразования (где обязательно должны быть меры по защите инвесторов от использования инсайдерской информации и манипулирования ценами), и создание механизма защиты частных инвесторов на российском фондовом рынке (в частности, создание компенсационных фондов). Работы — непочатый край. И, как мне кажется, эта работа имеет больший смысл, чем создание непонятного муляжа под названием «мировой финансовый центр». Дело в том, что без расширения внутренней базы инвесторов рынок все равно в итоге будет зависеть от настроений иностранных инвесторов, а они, как уже известно, очень переменчивы в своих настроениях.

В-третьих, опыт двух прошедших кризисов бесценен. Из них можно сделать выводы для построения национальной независимой эффективной финансовой системы, эффективного фондового рынка, который должен быть направлен на удовлетворение потребностей национальных инвесторов и эмитентов. Если этот рынок будет интересен для отечественной экономики, конкурентоспособен, если российские фондовые активы будут представлять реальную (не придуманную) ценность, а российская торговая инфраструктура — отвечать всем требованиям современного развития, тогда на этот рынок придут и иностранные инвесторы, и иностранные эмитенты. Обратное вряд ли возможно. А если и возможно, то встает вопрос: а что даст российской экономике существование мирового финансового центра, если все равно основные ресурсы будут привлекаться с международных рынков капитала? В 2007 г. на IX Конференции российских профессиональных участников был предложен интересный механизм IPO российских компаний: запретить размещение российских акций за рубежом в принципе. И при этом отметить ограничения на конвертацию российских акций в депозитарные расписки. Естественно, это предложил представи-

тель крупной российской инвестиционной компании, которая хотела бы получить деньги 2 раза — за размещение и за конвертацию. С точки зрения бизнеса этой компании — замечательно. Но вот опять-таки, а с точки зрения национальных инвесторов и эмитентов? Им от такого международного финансового центра ни холодно, ни жарко — только растут издержки. Поэтому именно на этом (т. е. создании механизма трансформации сбережений домохозяйств в инвестиции для реального сектора) и надо акцентировать внимание при создании международного финансового центра.

И в-четвертых, формирование международного финансового центра невозможно без создания действительно независимой национальной финансовой системы, центра ликвидности в национальной экономике, без полноценного функционирования рынка государственных бумаг, определения реального уровня процентных ставок на национальном финансовом рынке. Эти задачи, может, еще сложнее, чем привлечение внутренних инвесторов на фондовый рынок. Но в случае их решения Москва если и не станет финансовым центром, то, по крайней мере, перестанет быть финансовой периферией. ■

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ предоставил дистанционный доступ к учетной системе

НДЦ завершил очередной этап работ по модернизации своей технологической платформы, в рамках которого для клиентов НДЦ организован дистанционный доступ к принятой в опытную эксплуатацию обновленной учетной системе, создаваемой при содействии компании *Tata Consultancy Services* (Индия) на основе лидирующего системного программного обеспечения *Oracle* и аппаратного обеспечения *Hewlett-Packard*. Дистанционный доступ обеспечивает возможность оперативного получения ин-

формации об остатках ценных бумаг на счетах депо депонентов НДЦ, а также исполнения ряда инвентарных операций. Таким образом, реализована рекомендация международного рейтингового агентства *Thomas Murray* по снижению операционного риска НДЦ, учитываемого при определении общего публичного рейтинга центрального депозитария.

Промышленное внедрение дистанционного доступа для клиентов НДЦ запланировано на III кв. 2009 г.

НДЦ и ING Wholesale Banking включают в систему междепозитарных расчетов SSS акции 5 новых эмитентов

С 14 января 2009 г. НДЦ и «ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО» (*ING Wholesale Banking*) расширяют перечень эмитентов, операции с акциями которых проводятся по Схеме ускоренных расчетов (*Speedy Settlement Scheme, SSS*). В перечень эмитентов включены 5 новых компаний: ОАО «НОВАТЭК», ОАО «Уралкалий», ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА», ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ»», ОАО Банк ВТБ.

Таким образом, общее число эмитентов, акции которых включены в схему SSS, достигло 37.

Напомним, что технология SSS, разработанная НДЦ сов-

местно с *ING Wholesale Banking* и успешно функционирующая с ноября 2007 г., предназначена прежде всего для сокращения времени на поставку акций и оптимизации расчетов по сделкам, заключенным между клиентами НДЦ и *ING Wholesale Banking*. Акции, переведенные по схеме SSS из *ING Wholesale Banking* в НДЦ, могут быть в тот же день выставлены на торги на ЗАО «ФБ ММВБ». Акции, купленные на торгах ЗАО «ФБ ММВБ», могут быть переведены в *ING Wholesale Banking* в тот же день после завершения клиринговой сессии.



ВЛИЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА НА ЭКОНОМИКУ РОССИИ

Группа специалистов Всемирного банка: **Желько Богетич**, главный экономист по России и координатор странового сектора *PREM*, руководитель группы; **Карлис Шмитс**, экономист; **Сергей Улатов**, экономист; **Степан Титов**, старший экономист; **Ольга Емельянова**, аналитик; **Марко Эрнандес**, экономист

После 10 лет быстрого роста российская экономика испытывает существенное замедление темпов экономического развития в связи с глобальным финансовым кризисом. И хотя в краткосрочной перспективе Россия лучше, чем многие развивающиеся страны, подготовлена к преодолению последствий кризиса благодаря хорошим фундаментальным макроэкономическим условиям, давно существующие структурные проблемы в экономике и сильная зависимость страны от цены на нефть обуславливают более серьезное влияние кризиса.

1. ПОСЛЕДНИЕ ТЕНДЕНЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

Взвешенная бюджетная политика и существенные финансовые резервы защитили Россию от более глубокого влияния внешних шоков. Ответные меры экономической политики, будучи быстрыми, широкомасштабными и хорошо скоординированными, помогли ограничить негативное влияние кризиса. Краткосрочная макроэкономическая стабилизация должна оставаться приоритетом, а Правительство должно продолжать корректировать ответные меры краткосрочной политики в соответствии с меняющимися экономическими условиями. Однако кризис также предоставляет возможности Российскому правительству для решения среднесрочных и долгосрочных задач по повышению конкурентоспособности, диверсификации экономики и модернизации финансового сектора, чтобы стимулировать быстрые темпы экономического роста и жизненно-го уровня. Такая политика обеспечит возможности, при которых Россия сумеет выйти из глобального кризиса, создав но-

вый потенциал для динамичного долгосрочного роста на основе повышения производительности и в большей степени используя преимущества интеграции в глобальной экономике.

Снижение темпов роста производства и инвестиций

После 10 лет бурного роста Россия испытала воздействие глобального финансового кризиса, что ставит новую задачу в области макроэкономической политики. После того как российская экономика достигла впечатляющих темпов роста в период с 1999 по 2007 г. (7% в год) и еще более высоких темпов в первой половине 2008 г. (8%), в стране началось постепенное замедление экономического роста.

Замедление темпов экономического роста в России

В первой половине 2008 г. в России по-прежнему наблюдались высокие темпы роста ВВП — около 8%, что отчасти было отражением хороших фундаментальных макроэкономических условий (табл. 1.1). Такие темпы роста превышали долгосроч-

ный потенциал российской экономики (согласно оценкам, он составляет примерно 6–7%), а признаки перегрева были уже очевидны. Рост инфляции, сокращение безработицы, повышение коэффициента использования производственных мощностей, а также тот факт, что рост реальной заработной платы значительно опережает рост производительности, — все эти признаки свидетельствовали о «перегреве» экономики в условиях ограничений (в основном инфраструктурных), сдерживающих предложение.

Хорошие фундаментальные макроэкономические условия в России, взвешенная бюджетная политика и отсутствие влияния кризиса ипотечного кредитования в США частично защитили российскую экономику и ограничили влияние глобального финансового кризиса. Благодаря незначительному объему государственного внешнего долга, большому двойному профициту (профицит бюджета и счета текущих операций), наличию одних из крупнейших в мире золотовалютных резервов и благоприятным оценкам рейтинговых агентств, иностранные инвесторы вплоть до середины 2008 г. считали Россию без-



опасной гаванью, которая достаточно защищена от ухудшения финансовых условий во всем мире. Создав хороший бюджетный и резервный буфер по сравнению с большинством других стран с формирующейся рыночной экономикой, Россия смогла задержать приход и ограничить воздействие глобального кризиса. На самом деле сейчас уже очевидно, что если бы к началу текущего глобального финансового кризиса у России не было такого большого профицита бюджета и огромного объема ресурсов, накопленных в стабилизационном фонде и золотовалютных резервах, последствия кризиса сказались бы гораздо раньше и были бы намного серьезнее, чем сейчас. Не менее важно и то, что у Правительства было бы гораздо меньше времени, ресурсов, возможных вариантов экономической политики и свободы маневрирования для того, чтобы ограничить воздействие кризиса на реальный сектор.

Глобальный кризис негативно сказался на России в виде четырех взаимосвязанных шоков:

1. Развитие глобального кризиса привело к резкому прекращению притока, а затем к оттоку капитала в результате бегства инвесторов, которые стали удалять свои средства в более надежные активы с развивающихся рынков, включая Россию.

2. Глобальный кризис кредитной системы сказался на банковской системе России, у которой возникли проблемы с ликвидностью в период сроков погашения краткосрочной внешней задолженности.

3. Резкое падение цен на нефть ведет к уменьшению профицитов бюджета и счета текущих операций России, а также к снижению огромных золотовалютных резервов страны.

4. На российском фондовом рынке произошел масштабный обвал (это во многом отражает утрату доверия инвесторов во всем мире и ожидание резкого падения цен на нефть). К середине ноября 2008 г., т. е. менее чем за 5 месяцев, он потерял примерно 2/3 своей стоимости.

Данные шоки сдерживают внутренний спрос, являющийся главным фактором роста в России, что ставит перед Правительством новые задачи экономической политики в совершенно иных внешних и внутренних условиях по сравнению с тем, что было всего несколько месяцев назад. Главная задача экономической политики сейчас заключается в том, чтобы ограничить неизбежное воздействие кризиса на реальный сектор, сохранив при этом доставшуюся большой ценой макроэкономическую стабильность и особенно стабильность бюджетной системы.

Таблица 1.1. ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОССИИ В 2003–2008 ГГ.

Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	I–III кв. 2008 г.
Рост ВВП, %	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	8,0*
Рост промышленного производства (к соответствующему периоду предыдущего года), %	8,9	8,0	5,1	6,3	6,3	5,4
Рост инвестиций в основной капитал (к соответствующему периоду предыдущего года), %	12,5	13,7	10,9	16,7	21,1	13,1
Баланс федерального бюджета, % ВВП	1,7	4,3	7,5	7,4	5,5	8,1
Индекс потребительских цен (ИПЦ), %	12,0	11,7	10,9	9,0	11,9	11,6**
Текущий счет платежного баланса, млрд долл.	35,4	58,6	84,2	95,6	76,6	91,2
Безработица, %	8,6	8,2	7,6	7,2	6,1	5,3
Золотовалютные резервы, млрд долл.	76,9	124,5	182,2	303,7	478,8	475,0***

* Данные за I–II кв. 2008 г.

** Данные за 10 месяцев 2008 г.

*** Данные от 7 ноября 2008 г.

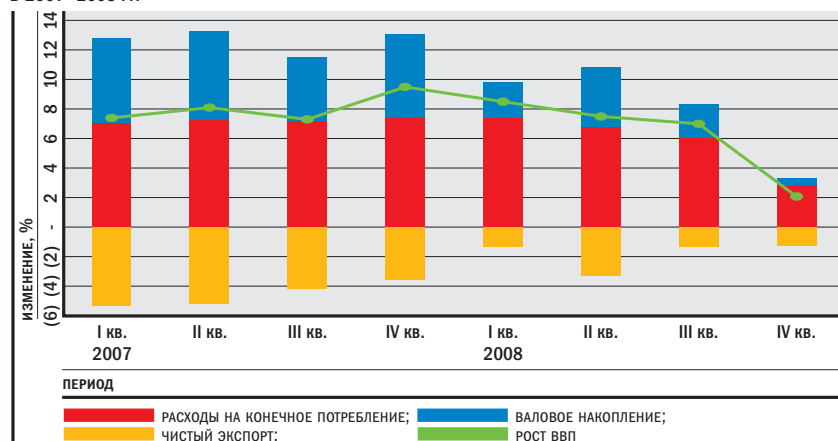
Источники: Росстат, Минфин, ЦБ РФ.

Таблица 1.2. РОСТ ВВП ПО ОСНОВНЫМ ОТРАСЛЯМ (ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ) В 2003–2008 ГГ.

Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	I кв. 2008 г.	II кв. 2008 г.
Общий рост ВВП	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	8,5	7,5
Торгуемый сектор	8,9	6,3	3,5	2,6	4,6	5,2	3,4
Сельское и лесное хозяйство	5,5	3,0	1,1	3,6	3,1	3,2	3,2
Добывающие отрасли	10,8	7,9	0,5	1,6	0,3	1,5	-1,0
Обрабатывающая промышленность	9,5	6,7	6,0	2,9	7,4	7,6	5,6
Неторгуемый сектор	7,2	7,3	7,3	9,8	9,8	9,9	9,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	1,6	2,0	1,2	4,7	-1,9	5,3	1,7
Строительство	13,0	10,3	10,5	11,6	16,4	28,3	18,7
Оптовая и розничная торговля	13,2	9,2	9,4	14,6	12,9	11,9	11,7
Финансовые услуги	9,6	9,9	11,9	10,3	11,4	9,7	9,7
Транспорт и связь	7,2	10,9	6,2	9,6	7,7	9,8	9,4

Источники: Росстат, расчеты Всемирного банка.

Рисунок 1.1. ЕЖЕКВАРТАЛЬНЫЙ ВКЛАД РАЗЛИЧНЫХ ВИДОВ СПРОСА В РЕАЛЬНЫЙ РОСТ ВВП В РОССИИ В 2007–2008 ГГ.



Источник: расчеты Всемирного банка на основе данных Росстата.



Начиная с июля 2008 г. стремительное развитие глобального финансового кризиса и падение цен на нефть привели к резкому ухудшению перспектив развития мировой экономики, вызвав «охлаждение» российской экономики. После 3 июля 2008 г., когда цены на нефть достигли своего исторического максимума — 144,04 долл. за нефть марки Brent и 139,52 долл. за нефть марки Urals, — появились первые признаки «охлаждения» экономики, которое сначала было обу-

словлено возросшими ограничениями производственных мощностей, увеличением затрат на факторы производства и реальным укреплением рубля. Однако падение мирового спроса и снижение цен на нефть ускорили процесс замедления роста (см. врезку «Ухудшение мировой конъюнктуры»).

Со стороны предложения снижение темпов роста сначала произошло в торгуемых отраслях, однако сейчас замедление роста наблюдается и в неторгуе-

мых отраслях, где ранее были зарегистрированы очень высокие темпы роста. Резкий рост заработной платы, опережавший рост производительности, и укрепление рубля продолжали снижать конкурентоспособность торгуемых отраслей. В целом в торгуемых отраслях рост во II кв. 2008 г. составил 3,4%, в то время как в I кв. 2008 г. он составил 5,2% (табл. 1.2). Вместе с тем в неторгуемых отраслях в первой половине 2008 г. наблюдался рост в 9,5%, что

УХУДШЕНИЕ МИРОВОЙ КОНЪЮНКТУРЫ

Аннет Де Кляйне

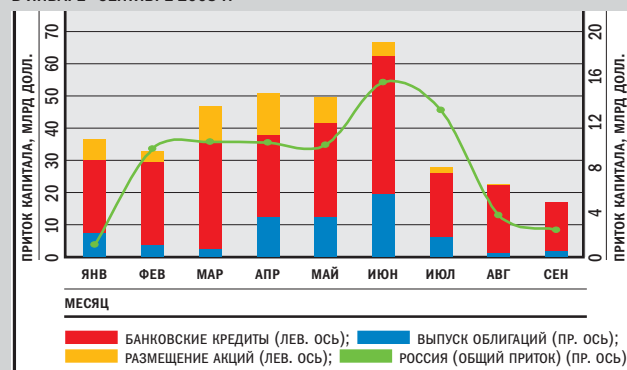
Общий валовой приток капитала в страны с формирующейся рыночной экономикой резко сократился в III кв. 2008 г. (рис. 1), в то время как темпы роста мировой экономики существенно снизились, и прогнозируется дальнейшее их снижение в 2009 г. По сравнению с аналогичным периодом 2007 г. валовой приток капитала в развивающиеся страны уменьшился на 36%, достигнув самого низкого уровня после 2004 г. Пострадали все сегменты, причем приток акционерного капитала сократился до самого низкого уровня после 2002 г. Резко упали объемы эмиссии облигаций и акций, в то время как банковское кредитование проявило большую устойчивость и в среднем оставалось на уровне 26 млрд долл. США в месяц. С начала года приток капитала в страны Латинской Америки сократился наполовину, но в странах Азии — регионе с наиболее благоприятными условиями в макроэкономике и финансовом секторе — сокращение было умеренным. Общий валовой приток капитала в Россию составил в III кв. 2008 г. 75 млрд долл. США, что на 40% меньше, чем за тот же период 2007 г. По мере сокращения притока капитала в страны с формирующейся рыночной экономикой заметно увеличивались спреды на корпоративные облигации, которые достигли самого высокого уровня после 2004 г. В то же время темпы роста мировой экономики заметно снижаются. Прогнозируется, что рост мировой экономики составит только 0,93% в 2009 г. и 3,01% в 2010 г. По прогнозам, экономический рост в развивающихся странах (с низким и средним уровнем доходов) вырастет на 4,45% в 2009 г. и 6,06% в 2010 г. Вместе с тем в странах с высоким уровнем доходов прогнозируются отрицательные темпы роста экономики в 2009 г. (-0,15%) и небольшой рост в 2010 г. (2,04%).

В последние месяцы наблюдается заметное снижение темпов роста мировой экономической активности. Это было обусловлено множеством различных факторов, поскольку и потребители, и предприятия в равной степени столкнулись с более жесткими условиями кредитования и повышением инфляционного давления в дополнение к заметному снижению уровня доверия среди предприятий и потребителей. Во многих странах наблюдается падение цен на основные фонды, что оказывает негативное воздействие на благосостояние и также способствует снижению темпов роста. Возможность негативных ответных реакций на недавние серьезные потрясения на финансовых рынках указывает на углубление текущего экономического спада и высокие риски убытков.

Цены на сырую нефть резко упали — с 144 до 55 долл. за баррель в середине ноября. Этот спад был связан с резким сокращением спроса в США и Европе и ожиданием более медленного роста спроса в странах с формирующейся рыночной экономикой в условиях снижения темпов роста мировой экономики. Кроме того, в 2009 г. должны

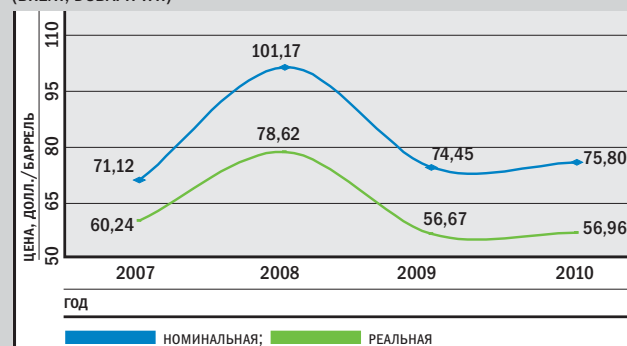
увеличиться поставки из стран, не являющихся членами ОПЕК, что приведет к росту запасов. Пока запасы остаются на довольно низком уровне из-за перебоев с поставками из Каспийского региона, Нигерии и американской части Мексиканского залива. Несмотря на снижение цен, в течение нескольких ближайших лет ожидается рост поставок из стран, не являющихся членами ОПЕК, а во всех странах ОПЕК сейчас осуществляются инвестиции с целью увеличения мощностей. Предполагается, что это внесет свой вклад в снижение средней цены на нефть, что отражено в последних официальных прогнозах Всемирного банка: если в 2008 г. среднегодовая цена составляла 101,17 долл. за баррель, то в 2010 г. она ожидается на уровне 75,80 долл. за баррель (рис. 2).

Рисунок 1. ПРИТОК КАПИТАЛА НА РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ (СТРАНЫ BRIC) В ЯНВАРЕ–СЕНТЯБРЕ 2008 Г.



Источник: Всемирный банк.

Рисунок 2. ПРОГНОЗ ЦЕН НА НЕФТЬ: СРЕДНЯЯ ЦЕНА НА СЫРУЮ НЕФТЬ (BRENT, DUBAI И WTI)



Источники: Dealogic, Всемирный банк.



было обусловлено высоким потребительским спросом, особенно в строительстве и розничной торговле. Однако рост замедлился даже в бурно развивающейся строительной отрасли, где во II кв. 2008 г. темпы роста сократились с 28,3% в предыдущем квартале до 18,7%. Сейчас появились признаки того, что темпы роста строительной отрасли будут и в дальнейшем резко снижаться ввиду продолжающегося ужесточения условий кредитования. Самые последние данные о росте производства в основных отраслях свидетельствуют о том, что в III кв. прошедшего года в строительстве продолжалось резкое сокращение темпов роста, которые составили всего лишь 9,5% (за аналогичный период 2007 г. — 15,7%).

Обрабатывающая промышленность, двигатель промышленного роста в России, показывала хорошие результаты вплоть до конца сентября 2008 г., однако в IV кв. в этом секторе, вероятно, произойдет снижение темпов роста. Согласно последним данным об индексах производства в сентябре 2008 г. темпы роста в обрабатывающей промышленности составили 8,2% (к сентябрю 2007 г.), что, главным образом, объясняется ростом производства гидротурбин (97,3%), тракторов (74%), легковых автомобилей (28,4%) и труб (26,1%). В течение первых 3 кварталов 2008 г. объем производства в обрабатывающей промышленности вырос на 7,7% (за аналогичный период 2007 г. — на 7,8%). Высокие темпы роста в обрабатывающей промышленности отчасти обусловлены наличием старых заказов (в основном от государственных предприятий). Однако в связи с ужесточением условий кредитования в IV кв. обрабатывающая промышленность, скорее всего, тоже столкнется с падением спроса, что негативно скажется на темпах роста производства.

Заглядывая в будущее, можно предположить, что ухудшение финансовых условий в мире и резкое падение цен на нефть в III и IV кв. 2008 г. приведут к еще большему снижению темпов экономического роста в России. Финансовые потрясения уже вызвали увеличение стоимости заимствований, отрицательно повлияли на ликвидность и кредитование и, как следствие, ограничили совокупный спрос, что оказывает неблагоприятное воздействие на уровень потребления и инвестиций. Ожидается, что в IV кв. все эти процессы ускорятся, особенно в отраслях, более чувствительных к изменению финансовых условий, таких как строительство и розничная торговля.

Таблица 1.3. ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ В 2005 Г. — III КВ. 2008 Г., % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ ПЕРИОДУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.	I кв. 2008 г.	II кв. 2008 г.	III кв. 2008 г.
Рост инвестиций в основной капитал, %	10,9	16,7	21,1	19,1	13,0	9,9
Рост валового накопления основного капитала, %	10,6	17,7	20,8	19,4	12,9	Нет свед.
Доля валового накопления основного капитала, % ВВП	17,7	18,5	21,1	15,6	20,1	Нет свед.
Инвестиции консолидированного бюджета, % ВВП	2,8	2,9	3,2	1,2	2,3	Нет свед.

Источник: Росстат.

Таблица 1.4. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ В 2005–2008 ГГ., % ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.	Темпы роста в 2007 г. в годовом исчислении	Темпы роста за 6 мес. 2008 г. в годовом исчислении
Торгуемый сектор	36	37,1	37,3	16,1	8,1
Сельское, охотничье и лесное хозяйство	3,2	4,0	4,3	25,2	7,1
Добыча минерального сырья	15,2	17,0	17,3	19,1	6,2
Обрабатывающие производства:	17,6	16,1	15,7	10,8	10,6
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	3,1	2,8	2,8	10,4	-6,6
производство кокса и нефтепродуктов	1,8	1,6	1,6	4,4	19,2
производство машин и оборудования	0,5	0,6	0,7	12,0	-23,9
производство транспортных средств	1,0	1,0	1,2	38,6	43,8
химические производства	1,7	1,8	1,7	4,8	12,7
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	1,5	1,2	1,6	45,5	59,0
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	4,7	4,1	3,6	-2,0	15,3
Неторгуемый сектор	64	62,9	62,7	14,2	15,4
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	7,8	7,6	8,7	30,0	15,0
Строительство	2,9	3,0	2,4	5,1	35,4
Розничная и оптовая торговля, ремонт автотранспортных средств, бытовых изделий и предметов личного пользования	2,8	3,1	2,9	12,8	-9,5
Транспорт и связь:	28,8	25,5	25,3	8,2	14,4
железные дороги	6,4	3,7	4,3	16,6	49,3
трубопроводы	7,7	8,5	7,0	-8,4	-7,2
связь	6,7	5,3	5,1	2,6	8,5
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	11,5	12,0	12,0	18,3	15,8
Здравоохранение и социальные услуги	2,3	2,7	2,6	15,2	18,1
Прочие коммунальные, социальные и персональные услуги	2,6	2,8	2,7	11,7	13,4

Источники: Росстат, расчеты Всемирного банка.

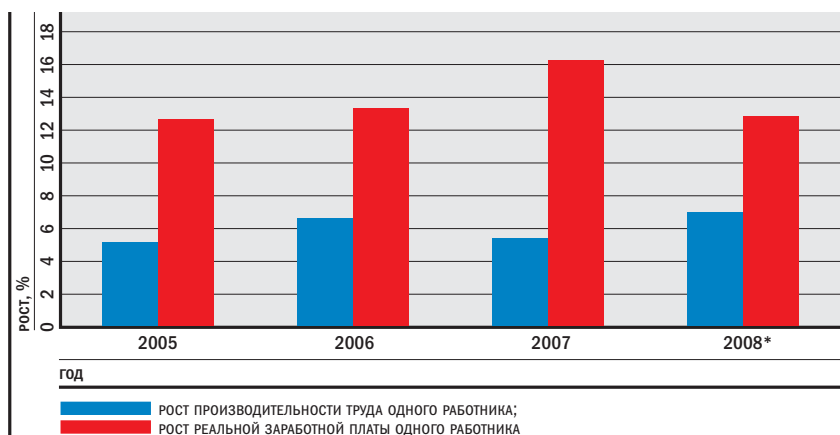
Сокращение внутреннего спроса, одного из основных факторов краткосрочного роста в России

Снижение темпов роста инвестиций в первой половине 2008 г. стало началом постепенного сокращения роста со-

вокупного спроса, за которым последовало снижение темпов роста потребления (рис. 1.1). После бума, наблюдавшегося в I кв. 2008 г., когда объем инвестиций, являющихся главным (вместе с потреблением) фактором роста в кратко-



Рисунок 1.2. РОСТ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ ТРУДА И РЕАЛЬНОЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ В 2005—2008 ГГ.



* Рост производительности труда с января по июнь 2008 г., рост реальной заработной платы с января по сентябрь 2008 г.

Примечание. Производительность труда рассчитывалась как объем производства (ВВП) на одного работника. Источник: Росстат.

Таблица 1.5. ДОХОДЫ И БЕЗРАБОТИЦА

Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	9 мес. 2007 г.	9 мес. 2008 г.
Рост реальных располагаемых доходов, %	14,9	9,9	8,8	10,2	10,7	10,4	7,8
Рост реальной заработной платы, %	10,9	10,6	10,0	13,4	16,2	16,2	12,8
Средняя месячная заработная плата, долл.	179,4	237,2	301,6	394,7	529,0	495,0	693,0
Безработица (по определению МОТ), %	8,6	8,2	7,6	7,1	6,1	5,6	5,3

Источник: Росстат.

Взвешенная бюджетная политика и существенные финансовые резервы защитили Россию от более глубокого влияния внешних шоков. Ответные меры экономической политики, будучи быстрыми, широкомасштабными и скоординированными, помогли ограничить негативное влияние кризиса.

срочной перспективе, увеличился на 19,1%, во II кв. произошло сокращение до 13%, а III кв. — до 9,9% (табл. 1.3). Такое снижение темпов роста инвестиций было во многом связано с государственными корпорациями и добывающими отраслями, где, согласно отчетным данным, в первом полугодии 2008 г. темпы роста инвестиций резко упали до 6,2% (по отношению к первому полугодю 2007 г.), в то время как в 2007 г. они составляли 19,1%. Свой вклад в такое развитие событий внесли ограничения предложения, увеличение глобальных неопределенностей и

изменения в настроении иностранных и отечественных инвесторов. С ростом неопределенностей инвесторы повсеместно сократили горизонты инвестирования и пересмотрели (или отложили) долгосрочные дорогостоящие инвестиции. В результате снизились темпы роста прямых иностранных инвестиций. Общая доля инвестиций в ВВП по-прежнему составляет около 22%, что ниже уровня, характерного для быстро развивающихся стран Азии. Кроме того, ухудшение условий кредитования, растущая неопределенность и прогнозируемый рост безработицы уже

сказались на темпах роста потребления (рис. 1.1).

В перспективе большую тревогу вызывает то, что инвестиции сильно сконцентрированы в нескольких, главным образом неторгуемых, отраслях. На долю неторгуемого сектора приходится 2/3 инвестиций в основной капитал, что отражает общую структуру роста (табл. 1.4). Более подробный анализ инвестиций по отраслям показывает, что основной объем инвестиций по-прежнему сконцентрирован в добывающих отраслях, а также в секторе транспорта и связи, где трубопроводный транспорт занимает значительную долю. Рост инвестиций в торгуемом секторе сократился в первом полугодии 2008 г. до 8,1% (в 2007 г. он составлял 16,1%). Что касается неторгуемого сектора, то в розничной торговле началось даже резкое сокращение инвестиций в основной капитал, прежде всего из-за ужесточения условий кредитования. В то же время инвестиции в основной капитал в железнодорожной отрасли выросли на 49,3% в первом полугодии 2008 г., что, возможно, объясняется наличием старых крупных заказов на локомотивы, а также пассажирские и грузовые вагоны.

Сокращение спроса на рабочую силу на рынках труда

Рост реальной заработной платы по-прежнему опережает рост производительности, продолжая снижать конкурентоспособность экономики. Однако рост заработной платы начал замедляться, в то время как уровень безработицы, которая является запаздывающим индикатором реальной экономической активности, продолжал снижаться. По данным Росстата, за первые 9 месяцев 2008 г. рост реальной заработной платы составил 12,8% (за аналогичный период 2007 г. — 16,2%) (рис. 1.2, табл. 1.5). Уровень безработицы снизился до 5,3%. Это свидетельствовало о том, что снижение темпов экономического развития пока не затронуло рынок труда. Однако ситуация изменится к концу 2008 г., поскольку крупные неторгуемые и трудоемкие отрасли, такие как строительство и торговля, будут откладывать реализацию существующих и новых проектов, приспосабливаясь к более высокой стоимости заимствований, меньшей доступности кредитов, неопределенностям спроса и, следовательно, более низкой рентабельности. Аналогично можно ожидать, что число безработных увеличится в результате продолжающейся реструктуризации банковского сектора. ■

Продолжение следует.



Артём Захаров

менеджер по работе с клиентами ООО «Дойче Банк»

ФУНКЦИИ ДЕПОЗИТАРИЯ КАК АГЕНТА ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ВЫКУПА АКЦИЙ У МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ

Федеральным законом от 5 января 2006 г. № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “Об акционерных обществах” и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» в Закон «Об акционерных обществах» внесена дополнительная глава «Приобретение более 30% акций открытого общества». Нововведения были направлены на упорядочение процесса поглощения акционерных обществ и регламентацию процедуры выкупа долей миноритарных акционеров. За прошедшие годы участники рынка ценных бумаг накопили значительный опыт в проведении обязательных предложений о приобретении ценных бумаг.

В уходящем году завершился долгий процесс реформирования российской энергетики. В результате одна из крупнейших компаний, ОАО РАО «ЕЭС России», прекратила свое существование. На месте энергетического гиганта появились, в частности, оптовые и территориальные генерирующие компании.

Одной из задач, которую ставили перед собой авторы реформы, заключалась в запуске инвестиционного процесса в электроэнергетике¹. Для этих целей были разработаны программы отрасли на ближайшее будущее. Каждая из выделяемых из ОАО РАО «ЕЭС России» компаний получила свой собственный план инвестиций.

Для управления вновь создаваемыми предприятиями привлекались стратегические инвесторы. Эти инвесторы в ходе открытых аукционов боролись за право обладания пакетами акций открытых обществ, дающими право контроля над предприятием и превышающими 30%. А значит, после их приобретения инвесторы должны были в соответствии с российскими законами направить миноритарным акционерам обязательное предложение о выкупе их акций. Кроме российских компаний, среди контролирующих акционеров выделяемых из ОАО РАО «ЕЭС России» обществ появились и зарубежные инвесторы, для кото-

рых некоторые положения российского законодательства были в диковинку, и им требовался местный «проводник» по данной процедуре.

Российские учетные институты, особенно регистраторы, приобрели достаточные знания в области совершения масштабных корпоративных действий и обладают необходимым инструментарием для проведения процедуры выкупа акций, поэтому для российских инвесторов проведение обязательного предложения осложнений, как правило, не вызывает. Иначе обстоит дело в том случае, когда крупный пакет приобретается иностранным инвестором. Не знакомому с особенностями

¹ Экономические записки / Е. Гайдар, А. Чубайс. М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2008.



российского законодательства, такому инвестору необходима помощь того, кто, с одной стороны, хорошо знает рынок, а с другой — чье имя известно инвестору и кому он может доверять. Как правило, такими «проводниками» являются международные банки, с которыми инвестор работает в других странах и которые имеют дочерние банки в России. Более того, нередки случаи, когда новые собственники стараются использовать процедуру выкупа с максимальным для себя результатом и довести размер доли в компании до оптимального для себя значения. В силу вышеописанных факторов к сделке также подключаются банк-кастодиан, юридические, финансовые и иные консультанты. В итоге успех операции напрямую зависит от опыта и слаженности действий всех участников процесса. Именно на взаимодействии участников процедуры обязательного предложения хотелось бы остановиться подробнее. Прежде всего рассмотрим сам процесс проведения обязательного предложения.

ОБЯЗАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ДЕЙСТВУЮЩЕГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Согласно ст. 84.2 Закона «Об акционерных обществах», лицо, которое приобрело более 30, 50 или 75% общего количества акций открытого общества (оферент), с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, в течение 35 дней с момента приобретения соответствующего пакета акций обязано направить акционерам — владельцам остальных акций соответствующих категорий (типов) и владельцам эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, публичную оферту о приобретении у них таких ценных бумаг. При этом текст данной оферты должен содержать следующую информацию:

- имя или наименование оферента, а также имя или наименование других акционеров открытого общества, аффилированных с оферентом;
- количество акций общества, принадлежащих оференту и аффилированным с ним лицам;
- предлагаемую цену приобретаемых ценных бумаг, которая выбирается как наибольшая между средневзвешенной ценой, определенной по результатам торгов организатора торговли на рынке ценных бумаг за 6 месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в ФСФР России, и ценой, по которой оферент приобрел данные акции;

- срок, в течение которого заявление о продаже ценных бумаг должно быть получено оферентом (срок принятия обязательного предложения);
- почтовый адрес, по которому должны направляться заявления;
- срок, в течение которого ценные бумаги должны быть зачислены на лицевой счет (счет депо) оферента;
- срок оплаты ценных бумаг;
- порядок и форму оплаты ценных бумаг;
- сведения об оференте, подлежащие указанию в распоряжении о передаче ценных бумаг.

К тексту обязательного предложения прилагается банковская гарантия, которая должна предусматривать обязательство гаранта уплатить прежним владельцам ценных бумаг цену проданных ценных бумаг в случае неисполнения лицом, направившим обязательное предложение, обязанности оплатить в срок приобретаемые ценные бумаги. Сведения о банковской гарантии также должны быть отражены в тексте обязательного предложения.

В законе прописаны рамки, в пределах которых оферент вправе установить длительность отдельных этапов процедуры обязательного предложения. Так, срок принятия не может составлять менее 70 и более 80 дней с момента получения обязательного предложения открытым обществом, срок перевода акций не может быть менее 15 дней со дня истечения срока принятия обязательного предложения, а срок оплаты переведенных ценных бумаг не может насчитывать более 15 дней со дня зачисления акций на счет лица, направившего обязательное предложение. Отчет о результатах проведения обязательного предложения направляется в ФСФР России и в общество спустя 30 дней с момента завершения периода направления акционерами заявлений о продаже акций. В случае если на указанную дату точные данные о результатах обязательного предложения отсутствуют, то впоследствии направляется еще один уточняющий отчет.

УСЛУГИ АГЕНТА ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ОБЯЗАТЕЛЬНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

На этапе, предшествующем направлению обязательного предложения в общество, оферент может назначить агента, в чьи обязанности входит выполнение следующих основных функций:

- организация сбора, обработки и мониторинга поступающих от акционеров заявлений о продаже акций общества;

- осуществление перевода ценных бумаг на счет оферента и выплат денежных средств акционерам;
- выполнение функций налогового агента при проведении выплат акционерам.

Данные функции способен выполнить регистратор, однако порой иностранные инвесторы в целях снижения возможных рисков предпочитают нанимать банки-кастодианы, действующие на российском рынке и являющиеся «дочками» крупных зарубежных банков. Зачастую из-за отсутствия достаточных ресурсов для осуществления всех возложенных на кастодиана функций последний перепоручает их регистратору как субподрядчику. При этом регистратор несет ответственность перед кастодианом, а кастодиан — перед оферентом. Так как лимит финансовой ответственности кастодиана несопоставимо выше лимита ответственности регистратора, данная схема является наиболее приемлемой для клиента.

Для выполнения своих функций кастодиан открывает для оферента банковский и ценнобумажный счета. Как правило, под обязательное предложение также открывается и отдельный счет в реестре акционерного общества с целью избежать перевода на него акций, не предназначенных для выкупа.

Кроме того, в обязанности кастодиана может входить организация встреч с отделами корпоративных действий крупнейших депозитариев. Такие встречи важны для понимания депозитариями всех деталей процесса, так как им, в свою очередь, предстоит информировать своих клиентов о данном корпоративном событии. От полноты этой информации будет зависеть решение, которое примут акционеры, а также их оперативность в подготовке соответствующих документов, особенно если речь идет о длинной цепочке номинальных держателей.

С момента получения обязательного предложения обществом регистратор, с которым заключил соглашение кастодиан, собирает у акционеров заявления о продаже акций, обрабатывает их и направляет отчеты кастодиану с определенной периодичностью. В обязанности кастодиана входит подготовка отчетов в удобной для клиента форме. Данный этап не требует больших усилий со стороны участников процесса, тогда как этапы перевода ценных бумаг и их оплаты характеризуются большим количеством работы, которую необходимо проделать в сжатые сроки.

Вариантов перевода акций на счет оферента может быть несколько, в зависимости от того, где учитываются права на данные акции (см. рисунок). Акции

могут переводиться либо со счетов номинальных держателей, либо со счета владельца, открытого акционером в реестре компании. Необходимо отметить, что срок совершения перевода акций зависит от количества уровней номинальных держателей и может длиться от одного до нескольких дней.

На данном этапе кастодиан получает сведения о количестве переведенных за предыдущий рабочий день акций, направляет эту информацию оференту и, получив от него необходимые инструкции, зачисляет акции на счет оферента. С этого момента отсчитывается 15 календарных дней, в течение которых акции должны быть оплачены. Может показаться, что 15 календарных дней — это большой срок, однако работа проводится очень оперативно, чтобы успеть перечислить денежные средства акционеру вовремя. Поэтому, как только информация о произведенных переводах становится доступной для регистратора, он начинает сквитовку реквизитов, указанных в передаточных распоряжениях, с реквизитами из заявлений с целью сопоставить перевод ценных бумаг и заявления и определить акционера, которому необходимо заплатить. После консолидации этих данных регистратор направляет их кастодиану, который в свою очередь, получив согласие оферента и платежные инструкции от него, производит выплаты акционерам.

Спустя 30 дней после завершения периода приема заявлений, оферент обязан отправить отчет в ФСФР России, поэтому кастодиан подготавливает к этому сроку всю необходимую информацию о ходе обязательного предложения. В большинстве случаев первый отчет, представляемый регулятору и обществу, не содержит исчерпывающей информации о результатах обязательного предложения, поэтому после обобщения данных направляется уточняющий отчет.

Далее хотелось бы поделиться личным опытом, приобретенным в ходе одного из обязательных предложений.

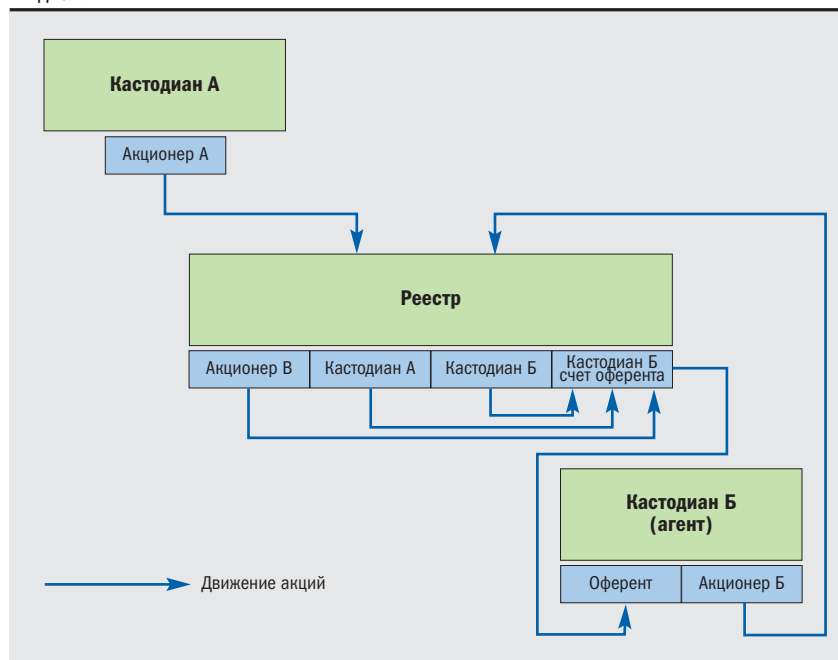
На этапе подготовки обязательного предложения к отправке в ФСФР России, а затем в общество закладывается фундамент будущего успеха. Любая мелочь, упущенная на этом этапе, грозит массой дополнительной работы, которую придется проделать уже в процессе реализации выкупа, а от того, насколько детально проработан текст самого обязательного предложения и сопутствующая документация, зависит количество неприятных ситуаций, с которыми, возможно, предстоит столкнуться на более поздних этапах.

Текст обязательного предложения должен содержать полную информацию

о сроках отдельных этапов выкупа, а также исчерпывающую информацию о реквизитах оферента, которые должны будут впоследствии использовать акционеры при передаче ценных бумаг. Учитывая молодость рыночной экономики в России и зачастую отсутствие финансовой грамотности у населения, текст обязательного предложения рекомендуется дополнить разъяснениями в виде писем, пресс-релизов и рекламных сообщений. В данных материалах следует в деталях отразить все действия, которые

из заявлений, однако данное требование не является обязательным. Исходя из опыта, могу сказать, что в качестве такого уникального номера заявления наиболее простым и эффективным является использование для физических лиц номера паспорта, а для компаний — номера государственной регистрации. Но у каждой медали две стороны, и с точки зрения действующего законодательства идентификация акционера производится исключительно по его имени или названию компании и ни в коем случае по каким-

ДВИЖЕНИЕ АКЦИЙ В РАМКАХ ИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ АКЦИОНЕРОВ В ПРОЦЕССЕ ОБЯЗАТЕЛЬНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ



должен совершить акционер для реализации своего права. Подробные разъяснения, написанные простым и доступным для понимания языком, позволят сократить количество звонков и обращений акционеров, особенно физических лиц, за дополнительными комментариями.

Важно отметить, что заявления о продаже акций, направляемые акционерами в адрес оферента, совместно с текстом обязательного предложения являются договором купли-продажи и ведут к возникновению взаимных обязательств акционера и оферента. Именно поэтому хотелось бы подробнее остановиться на некоторых моментах, касающихся информации, отражаемой в данных заявлениях.

Во-первых, от одного акционера принимается только одно заявление — то, которое поступило позже по сроку. Для упрощения идентификации заявлений в процессе их сквитовки с передаточными распоряжениями возможно также присвоение уникального номера каждому

либо другим реквизитам заявления. Поэтому в случае использования универсального механизма идентификации заявлений следует предостеречь акционеров, особенно управляющие компании, от которых, как правило, поступает несколько заявлений под разные договоры доверительного управления, от использования одного и того же имени заявителя.

Во-вторых, при сквитовке заявлений и передаточных распоряжений используются наименования и реквизиты договоров номинальных держателей, которые также должны быть отражены в заявлениях. Зачастую акционеры либо не раскрывают данную информацию, либо раскрывают ее не полностью, что влечет за собой трудности при идентификации передавшего акции акционера.

Акцентирование внимания акционеров на данных аспектах позволит избавить кастодиана и регистратора от траты времени на поиск конечного акционера, переведшего акции, а самого акционера — от дополнительных действий по изменению своего заявления.





В-третьих, в заявлении необходимо указать количество продаваемых акций. Для уточнения данной информации акционеру рекомендуется обратиться к своему депозитарию или регистратору (в зависимости от того, где учитываются права на принадлежащие ему акции) за выпиской по счету. Исходя из рыночной практики, в случае когда акционером передается больше акций, чем было им заявлено, оплачивается только количество акций, указанных в заявке. Акции, переведенные сверх данного количества, возвращаются акционеру. Если же акционером передается меньше акций, чем указано в заявке, то оплачиваются только фактически переданные акции. При этом случаи, когда offerent в судебном порядке добивался бы от акционера исполнения его обязательств в полном объеме, мне неизвестны. Кроме того, в нашей практике были ситуации, когда юристы, готовившие обязательное предложение, не находили ничего противоправного в том, чтобы акционеры указывали все принадлежащие им акции вместо указания точного их количества, что значительно облегчало процесс для акционеров.

ВОЗМОЖНЫЕ РИСКИ ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ВЫКУПА

Напоследок хотелось бы остановиться на рисках, которые могут возникнуть в ходе проведения выкупа и к которым следует быть готовыми и учетным институтам, и акционерам общества.

Прежде всего это фактически прописанный в законодательстве риск лица, передающего ценные бумаги, связанный с неполучением оплаты в связи с пропус-

ком срока, в течение которого ценные бумаги должны быть зачислены на счет лица, приобретающего ценные бумаги. Данный срок в общем случае будет определяться, во-первых, местом учета прав приобретателя (количество уровней вложений номинальных держателей), а во-вторых, полнотой и достоверностью сведений, приведенных в обязательном предложении и подлежащих указанию в распоряжении о передаче ценных бумаг. Ни один из приведенных факторов не зависит от акционера, передающего ценные бумаги, поэтому в качестве решения данной проблемы видится закрепление в законодательстве нормы, предписывающей считать обязательства, принятые на себя акционером по передаче акций, исполненными начиная с момента списания акций со счета акционера, а не с даты зачисления на счет offerenta. В то же время необходимо учитывать тот факт, что в этом случае срок, в течение которого акции должны быть оплачены, на деле будет меньше отведенных по законодательству 15 календарных дней.

Риск же offerenta заключается в том, что для обращения к банку-гаранту, акционер должен предоставить документ, подтверждающий списание ценных бумаг со счета владельца для последующего их зачисления на счет лица, направившего обязательное предложение. При этом никакой проверки обоснованности и законности данного перевода ценных бумаг осуществить не представляется возможным. К примеру, акционер, направивший заявление на участие в выкупе, допустил в нем какие-либо ошибки или просто не успел подать его в срок, что в свою очередь не повлекло возникновения взаим-

ных обязательств акционера и offerenta. После этого акционер переводит акции на счет лица, направившего обязательное предложение, и, не дождавшись денег от агента, идет в банк за денежными средствами по гарантии. Конечно же, в процессе ряда разбирательств лицом, направившим обязательное предложение, совместно с агентом в состоянии отстаивать свою правоту, но потенциально в законе заложена возможность возникновения данной неприятной ситуации, которая повлечет дополнительные затраты всех участвующих в процессе сторон.

Одним из решений данных проблем могло бы стать применение расчетов на условии «поставка против платежа», однако данный механизм, безусловно, является предметом отдельной статьи.

Подводя итог, хотелось бы отметить, что положения, регулирующие выкуп акций открытого общества крупным акционером у миноритариев, появились в законодательстве относительно недавно и были направлены в первую очередь на защиту прав всех акционеров общества. Данные изменения, безусловно, оказали положительное влияние на развитие российского рынка акционерного капитала, хотя и содержали в себе ряд не до конца проясненных положений. На наш взгляд, именно на устранение этих спорных моментов в законодательстве и должно быть направлено внимание регулятора, причем к обсуждению возможных новаций в законы должны быть привлечены представители учетных институтов, успевших уже накопить немалый опыт в проведении процедур выкупа и, бесспорно, имеющих свои предложения и замечания. ■

НДЦ поздравляет с Днем рождения

**Национальную фондовую ассоциацию,
Инвестиционную группу «АТОН», ЗАО «Новый регистратор»**

Уважаемые коллеги!

Компании, в которых вы работаете, за годы своего существования завоевали признание на российском и зарубежном рынках. И ваш профессионализм, богатый опыт работы не позволяют им останавливаться на достигнутом, укрепляют их репутацию и повышают авторитет.

Искренне поздравляем вас и желаем достичь новых вершин, реализовать самые смелые проекты, найти нестандартные подходы к решению сложных задач.

Благополучия и удачи!



Общее собрание членов Партнерства утвердило существенные условия преобразования НДЦ

23 декабря 2008 г. состоялось Общее собрание членов НДЦ, на котором единогласно были одобрены следующие подходы к решению вопросов, существенных для преобразования НДЦ в акционерное общество:

- тип акционерного общества, в которое будет преобразован НДЦ — закрытое акционерное общество (ЗАО);
- порядок распределения акций среди членов НДЦ — пропорционально количеству голосов на Общем собрании членов НДЦ на дату принятия решения о преобразовании НДЦ в акционерное общество;
- уставный капитал формируется в соответствии с показателями статьи «Капиталы и резервы» баланса НДЦ на последнюю отчетную дату по отношению к дате принятия Общим собранием членов НДЦ решения о преобразовании НДЦ. Уставный капитал будет составлять 1 505 920 тыс. руб. и делиться на 150 592 обыкновенные именные акции номинальной стоимостью 10 тыс. руб. каждая. При этом одному голосу при принятии решения на Общем собрании членов НДЦ будут соответствовать 13 акций.

Определены условия и порядок проведения инвентаризации НДЦ и подготовки передаточного акта, в соответствии с которыми передаточный акт должен быть составлен по состоянию на 31 марта 2009 г. с учетом данных проведенной инвентаризации, а также определены способы оценки передаваемого (принимаемого) в результате преобразования имущества и обязательств.

Одобрены План мероприятий по преобразованию НДЦ в акционерное общество на 1 кв. 2009 г. (План мероприятий). Директору НДЦ поручено обеспечить проведение мероприятий, предусмотренных Планом мероприятий.

Общим собранием членов Партнерства было принято решение о выдвижении в качестве кандидатов в Совет директоров ЗАО «Расчетно-депозитарная компания» **Николая Егорова**, Директора НДЦ, и **Эдди Астанина**, Заместителя директора НДЦ.

На Общем собрании членов Партнерства были приняты к сведению Отчет Директора НДЦ о предварительных итогах 2008 г. и информация о ходе реализации проекта «Модернизация технологической платформы НДЦ». Утверждены Смета доходов и расходов НДЦ на 2009 г. и Бюджет капитальных расходов и инвестиций НДЦ на 2009 г. Принята к сведению корректировка бюджетов проекта модернизации технологической платформы НДЦ.

Представляя предварительные итоги деятельности НДЦ в 2008 г. и параметры преобразования, Н. Егоров, Директор НДЦ, отметил: «Сегодняшнее решение о существенных условиях преобразования — это еще не решение о реорганизации, оно будет весной. Главным итогом 2008 г. можно считать тот факт, что НДЦ подтверждает позицию крупнейшего депозитария, сохраняя позицию ведущего расчетного депозитария на российском финансовом рынке. Доля НДЦ в общем объеме активов на хранение среди российских расчетных депозитариев по итогам первого полугодия 2008 г. составляет 62%. Мы ожидаем, что, несмотря на сложные условия 2008 г., НДЦ выполнит намеченный финансовый план по чистой прибыли. В условиях конкуренции НДЦ продолжает уделять особое внимание и другим процессам в сфере улучшения корпоративного управления, а также развитию новых сервисов и увеличению своего влияния на российском рынке расчетно-депозитарных услуг».

Расширение состава сервисов. НДЦ последовательно реализует стратегические планы о расширении состава сервисов и повышении качества услуг.

17 марта 2008 г. Группой компаний ММВБ введена новая услуга, позволяющая совершать сделки или исполнять обязательства по ранее совершенным сделкам на условиях «сделка за сделкой» (простой клиринг) с проведением расчетов на условиях «поставка против платежа» в ходе торгового дня в режиме, приближенном к реальному времени. 6 августа 2008 г. в НДЦ было зафиксировано проведение расчетов по максимальному в течение дня количеству сделок с момента начала предоставления расчетов на условиях простого клиринга — по 29 сделкам. Общий объем обязательств по ним составил 1 706 635 тыс. руб.

НДЦ совместно с ЗАО ММВБ и ЗАО РП ММВБ успешно внедрили технологию проведения операций внебиржевого РЕПО Банка России с корпоративными еврооблигациями на условиях «поставка против платежа». В 2008 г. НДЦ принял на обслуживание 26 выпусков корпоративных еврооблигаций 16 крупнейших иностранных эмитентов. Всего на счете НДЦ в *Clearstream Banking* учитывается 93 выпуска ев-

рооблигаций 43 эмитентов, включая 52 выпуска, входящих на сегодняшний день в Ломбардный список Банка России.

Развивается междепозитарное взаимодействие НДЦ и ДКК («мост» НДЦ—ДКК) в направлении расширения списка бумаг, допущенных к обращению по «мосту» НДЦ—ДКК. Список ценных бумаг, обращающихся по схеме междепозитарного взаимодействия, пополнился 5 раз и на данный момент составляет 133 выпуска.

Оборот по Схеме ускоренных расчетов (*Speedy Settlement Scheme*, SSS) между НДЦ и ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО (*ING Wholesale Banking*) достиг в сентябре 2008 г. максимального месячного значения за все время осуществления взаимодействия системы — 13 139 691 тыс. руб. Всего с начала проведения расчетов по SSS, с 6 ноября 2007 г. по 1 ноября 2008 г., рыночная стоимость перемещенных ценных бумаг составила 73 027 862 тыс. руб.

В 2008 г. НДЦ расширил обмен электронными документами в процессе информационного взаимодействия, дополнительно распространив его на 10 регистраторов. Доля операций в реестрах акционерных обществ, обеспеченных ЭДО, по итогам 11 месяцев составила 82,5% от общего количества операций по счетам номинального держателя НДЦ в реестрах.

В декабре 2008 г. депонентам НДЦ был представлен новый функционал технологической платформы *eClearSettle*, получивший положительные отзывы. До конца декабря предполагается предоставить тестовый доступ к полному спектру инвентарных операций.

Снижение уровня рисков. Независимое квалифицированное мнение об уровне рисков НДЦ дает уверенность депонентам, участникам и другим заинтересованным лицам в том, что в НДЦ налажены надлежащие процедуры внутреннего контроля и управления рисками.

По итогам аудита, проведенного в 2008 г. рейтинговым агентством *Thomas Murray*, оценивающим работу центральных депозитариев, кастодианов и бирж по всему миру, НДЦ был присвоен рейтинг AA-, что соответствует очень низкому уровню рисков. За прошедший год НДЦ удалось снизить риск взаимодействия (контрагентов), финансовый и операционный риски. Во внимание принимались также результаты независимого операционного аудита деятельности Партнерства, проведенного компанией ЗАО «Делойт и Туш СНГ» в апреле 2008 г.

Таким образом, по уровню рисков НДЦ вошел в состав элитных центральных депозитариев мира и сопоставим в этом плане с центральными депозитариями Западной Европы, Бразилии, ЮАР, Японии и США.

НДЦ установил один из самых крупных среди российских финансовых институтов лимит ответственности по договору страхования рисков — 50 млн долл. С учетом собственных средств общий размер финансового покрытия обязательств НДЦ превышает 110 млн долл., сопоставим с уровнем крупнейших российских банков и является крупнейшим среди расчетных депозитариев.

Финансовые результаты и ключевые операционные показатели. Ожидается, что по итогам 2008 г. НДЦ выполнит финансовый план по чистой прибыли.

В 2008 г. собственный капитал НДЦ по РСБУ превысил плановое целевое значение в 1,5 млрд руб. и по итогам 9 месяцев 2008 г. вырос на 27%, составив 1 721 921 тыс. руб. (на начало года — 1 355 383 тыс. руб.). Таким образом, досрочно достигнут уровень капитализации НДЦ, установленный решением Общего собрания членов НДЦ от 22 декабря 2005 г. об установлении в качестве целевого финансового показателя достижение к 1 января 2010 г. размера собственного капитала, равного 1,5 млрд руб.

Выручка НДЦ по РСБУ за 9 месяцев 2008 г. составила 924 239 тыс. руб., что на 11% больше, чем за аналогичный период 2007 г. (834 429 тыс. руб.). Чистая прибыль достигла 370 189 тыс. руб., что на 18,4% выше, чем за 9 месяцев 2007 г. (312 815 тыс. руб.).

Оборот НДЦ (рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций), один из важнейших показателей деятельности расчетного депозитария, за 3 квартала 2008 г. составил 45 764 072 млн руб., что на 13,6% больше, чем за аналогичный период 2007 г. (40 265 470 млн руб.). Наибольший удельный вес в обороте составляют акции — 38,4%.

Общее количество инвентарных операций по сравнению с соответствующим периодом 2007 г. выросло на 8,6% и вплотную приблизилось к 2 млн (1 944 272 операции, в том числе по акциям — 1 515 648 операций, что составляет 78% от общего числа операций).



ФИЛИАЛ «НДЦ — САНКТ-ПЕТЕРБУРГ» ОТМЕТИЛ ОКОНЧАНИЕ 2008 ГОДА НАГРАЖДЕНИЕМ ЛУЧШИХ ДЕПОНЕНТОВ И ОТКРЫТИЕМ «КУЛИНАРНОЙ ШКОЛЫ НДЦ»

11 декабря 2008 г. филиал «НДЦ — Санкт-Петербург» организовал для участников фондового рынка предновогоднее мероприятие, в рамках которого состоялось награждение лучших депонентов НДЦ и первое занятие «Кулинарной школы НДЦ». Среди участников были представители 35 компаний — депонентов НДЦ, эмитентов, регистраторов и управляющих компаний.



Церемонию награждения депонентов НДЦ, наиболее ярко проявивших себя в 2008 г., провела Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург» **Елена Семькина**. Победу одержали:

- в номинации «Мэтры депозитарной индустрии» — **ОАО «Банк «Санкт-Петербург»** и **ОАО «Банк ВТБ Северо-Запад»**;
- в номинации «Креативный депонент» — **КИТ Финанс (ООО)**;
- в номинации «Двигатель прогресса» — **ОАО «Международный банк Санкт-Петербурга»**;
- в номинации «Открытие года» — **ОАО «СЭБ Банк»** и **ОАО «СИАБ»**;
- в номинации для эмитентов «Сквозь огонь, воду и оферту» — **ОАО «ЛОМО»** и **ООО «Сэтл Групп»**.

Памятный подарок был также вручен номинанту фотоконкурса НДЦ «Дворцы и замки мира», автору снимка «Фонтенбло. Королевский замок. XVI в.» **Наталье Старковой** (ОАО «Банк ВТБ Северо-Запад»).

С ответным словом от лица депонентов выступила Директор по развитию ОАО «СИАБ» **Юлия Власенкова**; от лица партнеров — Генеральный директор ЗАО «ПЦРК» **Надежда Лазунина** и представитель бизнес-сообщества, Директор АКП **Ольга Виссер**.

По окончании церемонии награждения депонентов НДЦ состоялось торжественное открытие «Кулинарной школы НДЦ». К гостям обратилась Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург» **Е. Семькина**: «На сегодняшний вечер мы все становимся учащимися «Кулинарной школы НДЦ», и на первом занятии профессионалы своего дела — шеф-повара — научат нас создавать кулинарные шедевры и наслаждаться их вкусом».

Мастер-класс для участников устроил гурму кулинарии, хранитель кулинарных рецептов и традиций **Константин Вагу**. После его инструкций и напутствий «кулинарный поединок» был открыт: 48 учащихся,

разбившись на четыре команды, готовили блюда японской кухни. Учащиеся «школы» не только освоили азы японской кухни, но и получили представление об этикете подачи японских блюд.

Итоги «кулинарного поединка» были подведены авторитетным жюри, в которое вошли Заместитель Управляющего филиала «Северо-Западная Дирекция ОАО «УРАЛСИБ» **Константин Миалович**, Генеральный директор НП «Санкт-Петербург — Лондон 2003» **Григорий Рожков**, Заместитель Председателя правления ОАО «БАЛТИНВЕСТБАНК» **Евгений Литвин**, Заместитель Генерального директора НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ» **Евгений Скачков**.

Все участники первого занятия «Кулинарной школы НДЦ» получили памятные призы.

Полную версию фотоотчета о прошедшем мероприятии можно посмотреть на сайте <http://www.ndc.ru/ru/press/photo/>. ■

ПЕРЕЧЕНЬ СТАТЕЙ, ОПУБЛИКОВАННЫХ В ЖУРНАЛЕ «ДЕПОЗИТАРИУМ» В 2008 ГОДУ (№ 1–12)



АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

Гариков Д. Новая услуга на фондовом рынке ММВБ: совершение сделок на условиях простого клиринга и проведение расчетов по ним в ходе торгового дня (4)

Зайцев Д. Финансовый центр в России: цели, возможности и риски (9)

Иностранные ценные бумаги в России (3)

Российские ценные бумаги: инфраструктурные задачи и как поддержать темпы недавнего роста (7)

Рукрофт Т. Рекомендации для инфраструктуры рынка капитала Российской Федерации (1)

Соловьев Д. Развитие торговой, расчетной и клиринговой инфраструктуры российского рынка: назад в будущее? (1)

Соловьев Д. Учетная инфраструктура на пути к международному финансовому центру (2)

ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

Абдужаббаров Ш. Инвестирование в ценные бумаги Республики Узбекистан (8)

Азизов Б. Перспективы иностранных инвестиций в азербайджанские ценные бумаги (3)

Йохансон К. Интеграция эстонского рынка ценных бумаг и его инфраструктуры с европейским рынком. Участие в ECSDA (6)

Копунцова Д. Центральный депозитарий ценных бумаг Республики Словакия: обслуживая рынок (2)

Мозгин Д. Глобальные кастодианы: история развития и современные тенденции (1)

Обзор фондовых рынков и депозитарных систем стран — участниц АЦДЕ: Казахстан и Кыргызстан (2)

Обзор фондовых рынков и депозитарных систем стран — участниц АЦДЕ: Молдова, Узбекистан, Украина (6)

Смольский А. Рынок ценных бумаг Беларуси: текущее состояние и перспективы развития (3)

ИСТОРИЯ

Будаков Д. «Прикольно» жить в эпоху перемен (6)

Калинин М. Клиента надо любить и лелеять (2)

ИТОГИ

Егоров Н. Итоги работы НДЦ в 2007 году: предсказания и реальность (интервью) (1)

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Цай А. Корпоративное управление как фактор управления стоимостью бизнеса (4)

КОРПОРАТИВНЫЕ ДЕЙСТВИЯ

Бархатова Р. Завершение реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России»: порядок проведения, взаимодействие учетных институтов (5)

Барышникова Н. Реорганизация ОАО РАО «ЕЭС России»: проблемы участников и пути их решения (8)

Габов А. Распределение и конвертация акций на завершающем этапе реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России» (5)

Гриднева Ю. Выплата дивидендов платежным агентом (5)

Журав Е. Автоматизация операций по проведению корпоративных действий (5)

Журав Е. Роль ЭДО в процессе реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России» (8)

Круз М. Центральные депозитарии как поставщики услуг для эмитентов (5)

Лазунина Н. ЭДО и «белые пятна» учетной системы рынка ценных бумаг (4)

Мурашов М., Галкина С. Создание, ликвидация, присоединение за 1 день — это реально! (8)

Особенности депозитарного обслуживания второго этапа реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России» (4)

Рязанцева И. Участие Депозитария Сбербанка России в завершающем этапе реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России» (8)

Соловьев Д. Единый стандарт корпоративных действий в странах Европейского союза (5)

Тропанов А. Процесс реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России» зависел от доброй воли регистрирующего реорганизацию налогового органа (8)

Фолк Д. Герои корпоративных действий (5)

Шершнева К., Иванов А. Особенности взаимодействия учетных институтов

в процессе реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России» (8)

МЕЖДУНАРОДНОЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ

Азизов Б. Фондовый рынок Азербайджана и деятельность НДЦ в 2008 году (10)

Аксенова Г. Клиринговая деятельность в странах — участниках Ассоциации центральных депозитариев Евразии (10)

Братанов М. Практические вопросы кастодиального обслуживания операций с иностранными ценными бумагами (3)

Де Хиринг М. STP и стандарты: эффективные коммуникации (1)

Международный опыт и практика стран — членов Ассоциации центральных депозитариев Евразии (10)

Новая эра для финансовой индустрии (10)

Смолин А. Роль законодательства государств — участников АЦДЕ в интеграции фондовых рынков стран СНГ (10)

Степанян В. Центральный депозитарий Армении: новости о деятельности и перспективы развития (10)

Тимошенко В. О развитии рынка ценных бумаг и совершенствовании депозитарной системы Республики Беларусь (10)

Ульянов В. Центральный депозитарий как национальное нумерующее агентство (10)

Чистякова О. И спец, и депозитарий. Опыт взаимодействия с Беларусью (10)

ПОЗИЦИЯ

Тимофеев А. Допуск иностранных ценных бумаг и создание финансового центра в России (3)

РАЗВИТИЕ РЫНКА

Аверков А. Особенности развития рынка ценных бумаг Южного региона России (4)

Кризис — это не отсутствие возможностей, а повод мобилизоваться (12)

Мещерова А. Развитие фондового рынка Самарской области за последние 3 года (12)

Морозов А. 10 лет после кризиса 1998 года и новые перекрестки экономической политики (7)



Пашков Д. Модели корпоративного финансирования в условиях экономической нестабильности (12)

Сибилева И. Фондовый рынок ЮФО в 2008 году: текущее состояние и перспективы (10)

РЫНОК И ПРАВО

Бархатова Р. О главе XI.1 Закона «Об акционерных обществах». Взаимодействие учетных институтов (2)

Курицына Е. Иностранные ценные бумаги: законодательные перспективы (3)

Лазунина Н. О проекте изменений в Закон «О рынке ценных бумаг» (6)

Осиюк И. Участие саморегулируемых организаций в проверках, проводимых ФСФР России (6)

Приходина Ю., Потапова В. Некоторые особенности правового регулирования займов ценными бумагами (2)

РЫНОК И УСЛУГИ

Аксенова Г. «Мостовым» связям НДС и ДКК — 9 лет (2)

Артюхин А. Знают ли иностранные инвесторы, что предлагают провайдеры услуг на российском рынке? (7)

Власенкова Ю. Финансовый супермаркет как стратегия развития международных финансовых посредников в условиях конкуренции (5)

Кумирова Т. Схема ускоренных расчетов между НДС и ИНГ Банком (6)

Мозгин Д. Возможности и особенности работы российских депозитариев с международными ценными бумагами (3)

Сидорова Н. Роль кастодиального депозитария в отсутствие Центрального депозитария (7)

Соловьев Д. Квалификация иностранных ценных бумаг в России: практические вопросы (3)

Суслов И. Новые формы депозитарного обслуживания в НДС: сервис «Депозитарный консультант» (2)

Целин Я. Регистраторы помогут найти выход из кризиса (12)

Юс Н. Стандарты для рынка ценных бумаг (5)

СТАТИСТИКА

Лагунов В., Морозов А. Анализ рынка корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций в 2007 году (4)

Сделки на рынке негосударственных облигационных займов за 2007 год (2)

Сделки на рынке негосударственных облигационных займов за I квартал 2008 года (5)

Сделки на рынке негосударственных облигационных займов за первое полугодие 2008 года (8)

Сделки на рынке негосударственных облигационных займов за 9 месяцев 2008 года (10)

СТРАТЕГИЯ

Астанин Э. Центральный расчетный депозитарий — это централизация расчетов в балансе с услугами по хранению бумаг и проведению корпоративных действий (6)

Егоров Н. Инновационные технологии для финансовой инфраструктуры (интервью) (7)

Егоров Н. Обращение иностранных ценных бумаг на российском рынке — это вопрос качества инфраструктуры (3)

Егоров Н. Подтверждение НДС позиции крупнейшего депозитария — главный итог 2008 года (12)

Егоров Н. Технологии: на переднем крае финансового бизнеса (интервью) (11)

Корищенко К. Роль финансовой инфраструктуры в проведении денежной политики (7)

Миловидов В. России необходимо ориентироваться на международные стандарты (3)

Потемкин А. Как сохранить достигнутые темпы развития финансового рынка России (7)

СТРАХОВАНИЕ РИСКОВ

Домбровский А. Различные подходы при страховании профессиональных рисков (1)

Матвеева Е. Страхование профессиональных рисков регистраторов (1)

Свинухов К. Убытки в страховании деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг (1)

ТЕХНОЛОГИИ

Аксенов Д. Развитие интеграционных процессов международной и российской систем расчетов по ценным бумагам (12)

Головкин Д. ЭДО: повышение эффективности взаимодействия участников учетной системы (11)

Захаров А. Взаимные корреспондентские счета кастодианов: возможность выбора для клиента (11)

Лазунина Н. Вопросы сохранности исторической информации при передаче реестра: риски для зарегистрированных лиц (11)

Лебедева З., Федотова А. Секьюритизация ипотечных активов: опыт ОАО «АИЖК» (12)

Назаров А. Расчеты с иностранными участниками фондового рынка: что можно улучшить? (12)

Реутова И. Учет иностранных ценных бумаг в центральных депозитариях стран СНГ (11)

Слатвинская Л. Расчеты на условиях «поставка против платежа» на внебиржевом рынке (11)

Соловьева Е. Возможности использования SWIFT при взаимодействии депонентов с НДС (11)

Таратута И. Новая технология на фондовом рынке ММВБ: простой клиринг (11)

Технологии привлечения инвестиций инновационными предприятиями малого и среднего бизнеса (11)

Филимошин П. Регулирование процедуры эмиссии российских депозитарных расписок (11)

Цветкова Е. Технология проведения операций выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев (11)

УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ

Семькина Е., Назарова А. Риски ликвидности по портфелям фондов облигаций (8)

УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

Баранов Д., Конеев И. Вопросы перехода от качественного к количественному анализу рисков (9)

Баранов Д. Обеспечение непрерывности деятельности организации (8)

Деклерк Д., Шибяев В. Расчет экономического капитала как показатель зрелости системы управления рисками (1)

Миронова Л. Не страхованием единым... Об управлении рисками в регистраторах (9)

Наумов С., Зимин В. Некоторые вопросы системы управления рисками расчетного депозитария (9)

Наумов С. Управление операционными рисками расчетных депозитариев (2)

Пилюгина Л., Васильева О. Необходимо ли профессиональная подготовка специалистов по управлению рисками? (9)

Лучков А. Практика применения 44-й Инструкции Банка России (9)

Рейтинг рисков депозитариев Восточной Европы (обзор подготовлен агентством *Thomas Murrey*) (8)

Сизова О., Иванов А. Типовые нарушения в деятельности профессиональных участников (9)

Соловьев Д. Использование перекрестного маржирования в системе управления рисками центрального контрагента (4)

Черемисина М. Операционные риски инфраструктурных организаций (2)

Энгель Е. Ответность профессиональных участников рынка ценных бумаг (2) ■



«КОЛЬЦЕВАНИЕ ПТИЦ широко используется для изучения биологии диких птиц. Поиманной птице надевают на лапку кольцо с номером и адресом, регистрируют время и место кольцевания и сообщают в центры кольцевания. Центр кольцевания СССР обменивается информацией об окольцованных птицах с центрами кольцевания более чем 50 стран всех континентов. Впервые с научной целью К. п. было применено в Дании (1899)... Учитывая большое значение К. п. для изучения перелетов птиц, Международный орнитологический конгресс, состоявшийся в 1962 г. (Итака, США), создал Международный комитет по кольцеванию (штаб-квартира в Париже). Главы нац. центров и их представители — члены этого комитета.»

«Большая советская энциклопедия: В 30 т. Т. 12. М., 1973»

Член международной Ассоциации национальных нумерирующих агентств (Association of National Numbering Agencies, ANNA)

Национальное нумерирующее агентство по России

Замещающее нумерирующее агентство для стран СНГ

НДЦ обеспечивает:

Присвоение ISIN и CFI кодов российским финансовым инструментам

НДЦ присваивает в соответствии с международными стандартами ISO 6166 и ISO 10962 идентификационные коды ценным бумагам российских эмитентов и другим финансовым инструментам, выпущенным на территории России

Предоставление CFI и ISIN кодов по иностранным финансовым инструментам

НДЦ оказывает содействие в присвоении в соответствии с международным стандартом ISO 10962 кодов CFI иностранным финансовым инструментам, имеющим коды ISIN. Дополнительно НДЦ оказывает содействие в присвоении иностранным финансовым инструментам кодов ISIN, если они не были присвоены ранее

Раскрытие информации о международных идентификационных кодах

НДЦ поддерживает базу данных по ISIN и CFI кодам, присвоенным российским финансовым инструментам. НДЦ предоставляет информацию о наличии в глобальной базе данных ANNA кодов ISIN и CFI, присвоенных иностранным финансовым инструментам Национальными нумерирующими агентствами других стран



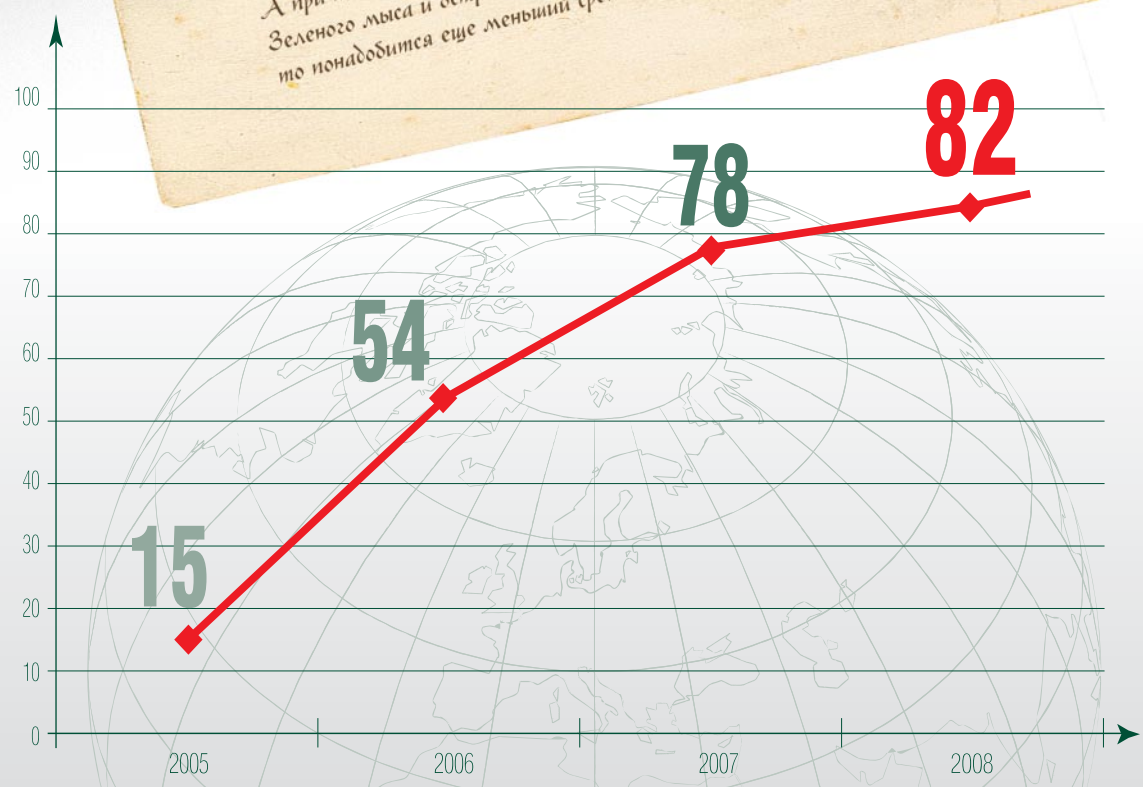


В начале XX века развитие авиации способствовало существенному сокращению сроков доставки почтовой корреспонденции

«...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 островами Зеленого мыса и островом Фернанду-ди-Норонья использовать гидросамолеты, то понадобится еще меньший срок...»

Марсель Миже. «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.