



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР  
*The National Depository Center*

# ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС  
ДВОРЦЫ И ЗАМКИ  
МИРА

В Н О М Е Р Е



**04** РАССУЖДЕНИЯ О КРЕДИТОВАНИИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

**23** СПОСОБНОСТЬ ПРИВЛЕКАТЬ ЗАЙМЫ В ТРУДНОЙ СИТУАЦИИ  
СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ О СИЛЕ МОСКВЫ КАК ЭМИТЕНТА ДОЛГА

**24** ЧТО НАПИСАНО ПЕРОМ, ПОРА ВЫРУБИТЬ ЭДОМ!



# СОДЕРЖАНИЕ

## АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

- 4 **Рассуждения о кредитовании ценными бумагами**  
**Обзор российских и зарубежных материалов**
- Кредитование ценными бумагами на развитых западных рынках представляет собой «стандартную» банковскую (финансовую) услугу — выдачу кредитов в ценных бумагах в обмен на согласованную оплату. Тем самым «генерируется» дополнительный доход на имеющиеся портфели ценных бумаг без каких-либо ограничений инвестиционной политики участников рынка. Попытки организовать рынок кредитования ценными бумагами в России предпринимаются достаточно давно, но до сих пор этот потенциально перспективный сегмент рынка не развит до такой степени, чтобы хотя бы частично удовлетворить потенциальный спрос. Однако в последнее время появилась надежда на то, что такой необходимый российскому финансовому рынку сегмент все же вскоре появится
- Елена Ненахова  
Департамент операций на финансовых рынках Банка России  
Александр Барщевский  
Депозитарный центр ОАО «Газпромбанк»

- 11 **Модель автоматического кредитования ценными бумагами в биржевой торговле без преддепонирования активов**
- Переживаемый в настоящее время мировой финансово-экономический кризис, очевидно, разделит новейшую историю мирового и российского фондовых рынков на два этапа — до и после кризиса. Многократное падение цен на акции российских эмитентов, происшедшее всего за полгода, заставляет сегодня переоценивать актуальность и значимость многих «модных» до недавнего времени финансовых инструментов, искать среди них виновников кризисных явлений и перспективные инструменты для выхода из кризиса. Перед началом кризиса к числу активно развивавшихся финансовых технологий, нацеленных на повышение эффективности операций с ценными бумагами, относилось кредитование ценными бумагами
- Александр Семин  
Советник директора НДЦ

## РАЗВИТИЕ РЫНКА

- 15 **Влияние мирового финансового кризиса на экономику России (окончание)**
- В заключительной части аналитического доклада специалистов Всемирного банка, посвященного экономике России в условиях глобального кризиса, исследуются причины и последствия финансового кризиса. Авторы рассматривают 3 основных этапа его развития в России: планомерное снижение рыночных показателей, кризис ликвидности и доверия инвесторов, принятие масштабных ответных мер
- Группа специалистов Всемирного банка под руководством Желько Богетича

## ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

- 23 **«Способность привлекать займы в трудной ситуации свидетельствует о силе Москвы как эмитента долга»**
- 14 января 2009 г. Москомзайм первым среди российских эмитентов вышел на рынок с размещением 59-го выпуска облигаций Москвы с погашением в марте 2010 г. Однако спрос на данные бумаги оказался незначительным: объем размещенных облигаций составил 1,4 млрд руб. при эмиссии в 15 млрд руб. Ставка доходности, заявленная эмитентом на уровне 10% годовых, в результате была повышена до 15%. О том, какие выводы можно сделать из проведенного размещения и какова будет стратегия Москомзайма при организации следующих аукционов по размещению, мы беседуем с Председателем Комитета государственных заимствований города Москвы Сергеем Пахомовым
- Интервью с Председателем Комитета государственных заимствований города Москвы Сергеем Пахомовым

## ТЕХНОЛОГИИ

- 24 **Что написано пером, пора вырубить ЭДОм!**
- Построение системы электронного взаимодействия на рынке коллективных инвестиций — задача не только регулирующих органов, но и всех его участников: управляющих компаний, негосударственных пенсионных фондов и специализированных депозитариев. Особенно важно, когда форматы такого взаимодействия одобрены всеми участниками рынка. В настоящее время подготовлен 61 формат электронного документа. Данные форматы касаются не только отношений между инвестором и участниками рынка, а также между самими профучастниками, но и отношений с ФСФР России, связанных с направлением отчетности и различных уведомлений
- Дмитрий Соколов  
Заместитель начальника Управления развития регулирования на финансовом рынке ФСФР России
- 28 **Химеры и мифы электронного документооборота на рынке коллективных инвестиций**
- В последние годы значительный объем инвестиций (по некоторым оценкам, более 0,5 млрд руб.) был направлен на развитие информационно-коммуникационных технологий. Сегодня почти все федеральные структуры обеспечены современными компьютерами, подключены к Интернету, имеют сформированные базы данных. Однако электронный документооборот внутри и между министерствами и ведомствами до сих пор в полной мере не налажен. А простые граждане все еще не имеют возможности в необходимом объеме воспользоваться государственными и муниципальными услугами посредством информационно-коммуникационных технологий
- Владимир Лукоянов  
Заместитель начальника управления ЗАО «ОДК»
- 33 **Актуальные вопросы налаживания ЭДО с номинальными держателями паев**
- 12 декабря 2008 г. вступили в силу отдельные положения Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ, согласно которым лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев (регистратор), обязано использовать документы в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью при взаимодействии с управляющей компанией, специализированным депозитарием паевого инвестиционного фонда, агентами по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев и номинальными держателями инвестиционных паев
- Наталья Барышникова  
Генеральный директор ООО «ЦДФ»



## К ЧИТАТЕЛЯМ

### Депозитариум № 3 (73) 2009

#### Редакционный совет:

Егоров Н. В.  
Коланьков А. В.

#### Редакционная коллегия:

Егоров Н. В. — председатель  
Калинин Е. А. — выпускающий редактор  
Аксенова Г. В.  
Астанин Э. В.  
Головкин Д. Н.  
Иванова М. Н.  
Кучукова Т. В.  
Лагунов В. Я.  
Медовская И. Л.  
Наумов С. Н.  
Осипов С. Л.  
Ринк О. Л.  
Семькина Е. А.

#### 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 4 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. 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»  
№ 5–6 март 2009

На обложке: Замок Тракай,  
Литва

Фото Сергея Тихомирова,  
ГПБ (ОАО)



Уважаемые коллеги!

Актуальной темой мартовского номера журнала «Депозитариум» стали вопросы кредитования ценными бумагами. И выбрана она нами неслучайно. Хотелось бы привести важное высказывание обозревателя *Investor Services Journal* о российской финансовой инфраструктуре: «...существует область, в которой Россия не уступает Западу. А именно совершенствование рынков, а также инфраструктуры, которая лежит в основе их функционирования. Текущая цель российского финансового сообщества, включая Банк России, — трансформировать Россию в один из финансовых гигантов. И с этой целью делается все возможное для формирования в стране индустрии кредитования ценными бумагами»\*.

Внедрение технологии автоматического кредитования ценными бумагами — ASL (именно такую модель готовят сейчас к внедрению профильные комитеты и НДЦ, и СРО НФА) — позволяет реализовать управление рисками в соответствии с требованиями

отечественных и международных финансовых структур, обеспечить необходимый компонент завершения расчетов по ценным бумагам (*finality of settlement*). При этом следует подчеркнуть, что основа создания такой технологии — это механизмы РЕПО, которые за последний год были значительно усовершенствованы и интенсивно работают в сложных текущих условиях на глобальном финансовом рынке.

Кроме того, важной проблемой, которую нам предстоит совместно решить, остается кризис доверия на финансовом рынке. ASL — обязательная программа, системный элемент в построении благополучного, хорошо управляемого рыночного будущего.

Конечно, совершенствование технологии кредитования ценными бумагами — не единственная задача, но, несомненно, одна из приоритетных. И мы полагаем, что этот номер журнала «Депозитариум» представит ключевые подходы к ее решению.

С надеждой на дальнейшее плодотворное сотрудничество,

**Николай Егоров**

Директор НДЦ, Председатель редакционной коллегии

\* Yet there is one area where Russia does aspire to emulate the West, in the sophistication of its free markets and the infrastructure and protections in place that keep them functioning. It is the goal of the Russian financial community, including the Bank of Russia, to transform Russia into a financial giant. To this end, the country is aiming to create an onshore securities lending industry // *Investor Services Journal*. 2008. Vol. 5. № 33. P. 40–42.



# РАССУЖДЕНИЯ О КРЕДИТОВАНИИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

## ОБЗОР РОССИЙСКИХ И ЗАРУБЕЖНЫХ МАТЕРИАЛОВ

Елена Ненахова

Департамент операций на финансовых рынках  
Банка России

Александр Барщевский

Депозитарный центр  
ОАО «Газпромбанк»

КРЕДИТОВАНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА РАЗВИТЫХ ЗАПАДНЫХ РЫНКАХ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ «СТАНДАРТНУЮ» БАНКОВСКУЮ (ФИНАНСОВУЮ) УСЛУГУ — ВЫДАЧУ КРЕДИТОВ В ЦЕННЫХ БУМАГАХ В ОБМЕН НА СОГЛАСОВАННУЮ ОПЛАТУ. ТЕМ САМЫМ «ГЕНЕРИРУЕТСЯ» ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЙ ДОХОД НА ИМЕЮЩИЕСЯ ПОРТФЕЛИ ЦЕННЫХ БУМАГ БЕЗ КАКИХ-ЛИБО ОГРАНИЧЕНИЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА. ПОПЫТКИ ОРГАНИЗОВАТЬ РЫНОК КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ В РОССИИ ПРЕДПРИНИМАЮТСЯ ДОСТАТОЧНО ДАВНО, НО ДО СИХ ПОР ЭТОТ ПОТЕНЦИАЛЬНО ПЕРСПЕКТИВНЫЙ СЕГМЕНТ РЫНКА НЕ РАЗВИТ ДО ТАКОЙ СТЕПЕНИ, ЧТОБЫ ХОТЯ БЫ ЧАСТИЧНО УДОВЛЕТВОРИТЬ ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ СПРОС. ОДНАКО В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ ПОЯВИЛАСЬ НАДЕЖДА НА ТО, ЧТО ТАКОЙ НЕОБХОДИМЫЙ РОССИЙСКОМУ ФИНАНСОВОМУ РЫНКУ СЕГМЕНТ ВСЕ ЖЕ ВСКОРЕ ПОЯВИТСЯ.

### РАССУЖДЕНИЯ О ПРЕДМЕТЕ

Если все непонятно, то задать вопрос невозможно.

*Из курса лекций  
по теории космического  
полета (МАИ, 1984)*

В настоящее время в рамках Комитета по кредитованию СРО «Национальная фондовая ассоциация» совместно с участниками финансового рынка при поддержке Банка России проводится работа по разработке всей необходимой документации, требуемой для запуска операций кредитования ценными бумагами.

Операции по кредитованию ценными бумагами (*securities lending transaction*) можно разделить на следующие виды<sup>1</sup>:

- ссуды, займы, кредиты ценными бумагами (*securities loan transactions*);
- сделки РЕПО (*repurchase agreements*);
- сделки по продаже и обратной покупке (*sell-buy/back arrangements*).

Операции по кредитованию ценными бумагами и связанные с ними операции по предоставлению обеспечения совершаются в соответствии либо с подходом передачи права собственности (*a title transfer approach*), либо с подходом, основанным на залоге ценных бумаг (*a pledge*

*of the securities*)<sup>2</sup>. При подходе, основанном на передаче титулов собственности, ценные бумаги отдаются против обязательства принимающей стороны вернуть эквивалентные ценные бумаги по завершении срока операции.

С юридической точки зрения *securities loan transaction* представляет собой сделку займа. Кредитор предоставляет ценные бумаги заемщику. По соглашению между ними у заемщика возникает обязательство по возврату этих бумаг кредитору, при этом от заемщика, как правило, требуется обеспечение. Оно может быть в форме других ценных бумаг, денежных средств, банковского аккредитива или иных активов. Обычно обеспечение пре-

<sup>1</sup> Классификация дается согласно докладу «Операции кредитования ценными бумагами: рыночное развитие и применение». Международная организация комиссий по ценным бумагам, Комитет по платежным и расчетным системам. Июнь, 1999 г.

<sup>2</sup> Там же.

вышает рыночную стоимость ссужаемых ценных бумаг на величину начальной маржи (*initial margin*). Начальная маржа служит своеобразным буфером против неблагоприятных изменений в стоимости одолженных ценных бумаг относительно обеспечения в случае невыполнения обязательств заемщиком.

Заимодавец получает плату (вознаграждение), которая оговаривается в соглашении между сторонами сделки. Право собственности на ценные бумаги, отданные в кредит, переходит от кредитора к заемщику, который обязуется возвратить бумаги того же типа и в тех же количествах в конце установленного периода времени.

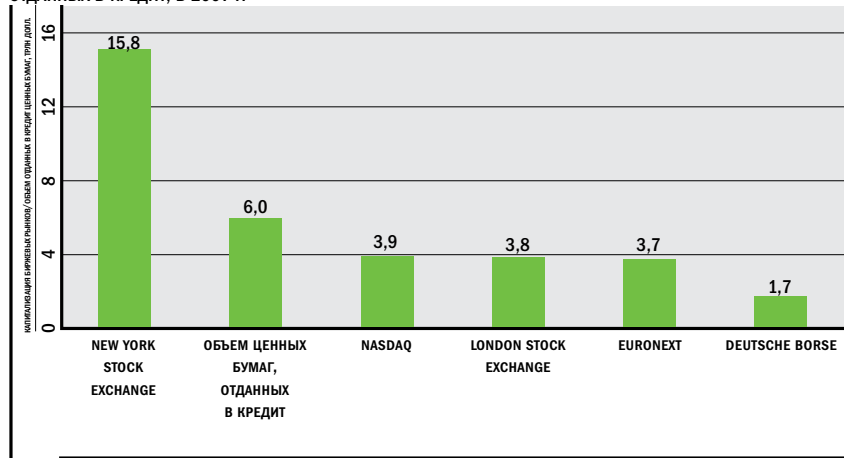
При рассмотрении юридических аспектов сделок займов в ценных бумагах также возникают вопросы о том, позволяет ли законодательство о несостоятельности (банкротстве) проводить зачет требований сторон друг к другу, урегулирована ли на законодательном уровне возможность ликвидационного неттинга (*close-out netting*), а также какие права в отношении обеспечения предоставляются стороне по сделке, не нарушившей своих обязательств (*non-defaulting party*) при нарушении обязательств другой стороной.

В последнее десятилетие на развитых международных финансовых рынках наблюдалась довольно устойчивая тенденция к резкому расширению спектра и росту объемов финансовых услуг, построенных на базе использования имеющихся в активе ценных бумаг в необычном качестве самостоятельных кредитных ресурсов и ресурсов для обеспечения предоставляемых займов.

Кредитование ценными бумагами является внебиржевыми операциями, дать точную оценку объемов которых достаточно сложно. Это во многом можно объяснить и тем, что на рынке присутствует большое количество игроков, многие из которых, например хедж-фонды, практически не регулируются. Многие сделки на рынке кредитования заключаются на двусторонней основе. Все это приводит к отсутствию точных статистических данных об объемах проводимых операций, позволяя оперировать лишь данными специализированных фирм, работающих на рынке кредитования ценными бумагами, а также международных саморегулируемых организаций.

Международный рынок кредитования ценными бумагами на сегодняшний день представляет собой довольно внушительный сегмент мирового финансового рын-

**Рисунок 1. КАПИТАЛИЗАЦИЯ\* КРУПНЕЙШИХ БИРЖЕВЫХ РЫНКОВ МИРА И ОБЪЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ, ОТДАННЫХ В КРЕДИТ, В 2007 Г.**



\* Капитализация определяется как суммарная рыночная стоимость обращающихся на фондовой бирже ценных бумаг.

Источник: Международная федерация бирж, *Spitalfields Advisors*, 2007 г.

**Таблица 1. ОБЪЕМЫ КРЕДИТОВАНИЯ АКЦИЯМИ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ ЦЕННЫХ БУМАГ В 2007 Г.\***

Страна/регион	Объем, доступный для кредитования, млн долл.	Выдано в виде кредитов, млн долл.	Коэффициент использования, %
Канада	424 506,70	83 602,30	19,7
США	4 529 328,70	636 653,60	14,1
Азия	92 267,60	21 778,80	23,6
Австралия	191 195,00	55 353,00	29,0
Япония	425 144,50	61 890,30	14,6
Европа**	994 354,00	302 334,50	30,4
Великобритания	1 073 356,30	95 744,40	8,9

\* Рассчитано авторами на основе данных *Spitalfields Advisors Limited*, взятых с сайта <http://www.spitalfieldsadvisors.com>.

\*\* В европейский регион включены Франция, Италия, Нидерланды, Норвегия, Испания, Германия.

**Таблица 2. ОБЪЕМЫ КРЕДИТОВАНИЯ АКЦИЯМИ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ ЦЕННЫХ БУМАГ В 2008 Г.\***

Страна/регион	Объем, доступный для кредитования, млн долл.	Выдано в виде кредитов, млн долл.	Коэффициент использования, %
Канада	215 133,60	35 631,00	16,6
США	2 307 809,30	270 731,80	11,7
Азия	65 034,24	7 644,89	11,8
Австралия	73 373,30	11 718,60	16,0
Япония	280 244,10	38 318,80	13,7
Европа**	449 475,60	195 484,80	43,5
Великобритания	384 166,80	38 496,30	10,0

\* Рассчитано авторами на основе данных *Spitalfields Advisors Limited*, взятых с сайта <http://www.spitalfieldsadvisors.com>.

\*\* В европейский регион включены Франция, Италия, Нидерланды, Норвегия, Испания, Германия.

ка. Для сравнения: в 2007 г. объем ценных бумаг, отданных в кредит, превышал капитализацию крупнейших биржевых рынков мира (рис. 1).

В соответствии с оценкой объема рынка кредитования ценными бумагами, представленной *Spitalfields Advisors*, в 2007 г. рынок кредитования ценными бумагами достиг приблизительно

22,5 трлн долл. кредитных активов<sup>3</sup> с постоянным объемом ценных бумаг, отданных в кредит, на сумму 6 трлн долл.

В табл. 1 и 2 представлено, как рынок кредитования ценными бумагами выглядел в 2007–2008 гг. (на примере рынка акций).

Также можно было наблюдать довольно устойчивые тенденции к увеличению

<sup>3</sup> Под кредитными активами понимается объем ценных бумаг, доступный для кредитования.





спроса на специализированные услуги инфраструктурных организаций по комплексному обеспечению отношений, возникающих между участниками финансовых рынков:

- независимому учету обязательств участников кредитных фондовых сделок;
- управлению рисками;
- обеспечению процесса заключения и исполнения обеспеченных и необеспеченных сделок займа.

Дополнительная доходность активов участников рынка от использования принадлежащих им и их клиентам акций в различных схемах кредитования фондовых сделок составляла в среднем (на различных сегментах рынка) от 4,4 до 7,5 базисных пункта.

На российском финансовом рынке уже довольно продолжительное время можно наблюдать статичную картину — широкое использование фондовых активов в качестве обеспечения денежных кредитов и почти полное отсутствие механизмов надежного кредитования профессиональных участников ценными бумагами на этапе исполнения фондовых сделок. Вместе с тем до наступления драматических событий осени 2008 г. можно было наблюдать весьма устойчивое развитие рынка РЕПО.

Потенциальными потребителями финансовых услуг по кредитованию ценными бумагами обычно выступают владельцы крупных стратегических пакетов акций «голубых фишек» (со стороны кредиторов), дилерско-брокерские подразделения крупных профучастников (со стороны заемщиков), а также клиринговые системы фондовых бирж.

Для первой категории использование «временно замороженных» активов в качестве кредитного ресурса может принести существенный дополнительный доход, у вторых появляется возможность оперативно закрывать (исполнять свои обязательства) проблемные позиции и в результате существенно увеличивать существующие объемы совершаемых фондовых операций. Клиринговым системам механизм кредитования ценными бумагами позволяет решить проблему перехода от существующего 100%-ного преддепонирования активов при заключении сделок к системе «свободных лимитов» обеспечения клиринговых позиций.

Как устроен рынок кредитования ценными бумагами? Прежде всего рассмотрим состав участников рынка кредитования. Основных участников рынка кредитования ценными бумагами условно можно разделить на три группы:

- 1) конечные потребители (заимодавцы и заемщики);
- 2) посредники, обеспечивающие специальные услуги;
- 3) организации, обеспечивающие клиринговые и расчетные услуги.

Поскольку рынок кредитования ценными бумагами включает в себя рынок, ориентированный на бумаги, и рынок, ориентированный на деньги, то конечных потребителей можно классифицировать и несколько иначе:

- заемщики ценных бумаг;
- заимодавцы (кредиторы) ценных бумаг;
- заемщики денежных средств;
- заимодавцы (кредиторы) денежных средств.

Большинство участников финансового рынка в той или иной степени соприкасаются с рынком кредитования ценными бумагами (либо в своих интересах, либо в интересах клиентов). На развитых западных фондовых рынках для ряда крупных финансовых организаций кредитование ценными бумагами — основной вид деятельности, и эти организации действуют на рынке кредитования по многим направлениям. Например, некоторые крупные брокеры/дилеры являются одновременно и активными заемщиками, и заимодавцами, а также ведущими посредниками и сервисными организациями.

Что касается деятельности инфраструктурных организаций, то рынок кредитования предоставляет для них новые возможности и перспективы, если только они задумываются о развитии и укреплении своих позиций на рынке.

## РАССУЖДЕНИЯ ОБ ИСТОРИИ

Самое главное — не сказать, а хорошо подумать.

*Из курса лекций*

*по научному коммунизму  
(МАИ, 1985)*

### История развития операций кредитования ценными бумагами

Изначально рынок кредитования появился в США как небольшой рынок, на котором сделки заключались напрямую между инвестором и брокером/дилером. В 1960-х гг. он начал развиваться как значительный, постоянно функционирующий рынок со своими участниками. Наиболее важным фактором, который способствовал развитию современной индустрии рынка кредитования ценными

бумагами, является возрождение интереса к рынку акций в США в 1960-х гг., связанное, в том числе, и с экономическим ростом.

Быстрый экономический рост привел к активному развитию рынка акций в США: частные инвесторы и пенсионные фонды — все были вовлечены в процесс инвестирования. Одни компании, используя рост на рынке акций, начали выпускать гибридные ценные бумаги, конвертируемые в акции, другие — использовать возросшие в цене акции в качестве своеобразной валюты при корпоративных поглощениях и реструктуризациях.

Все это привело к тому, что профессиональные трейдеры стали проводить арбитраж между акциями и гибридными ценными бумагами, конвертируемыми в акции, или между акциями поглощающей компании и поглощаемой. По мере того как росли цены на акции, все больше спекулянтов начали осуществлять короткие продажи без покрытия в надежде на то, что цены на акции начнут снижаться.

В начале 1970-х гг. фондовые биржи и компании по ценным бумагам столкнулись с проблемой значительного роста объемов описанных выше стратегий. Это привело к тому, что у бэк-офисов многих компаний возникли проблемы с расчетами<sup>4</sup>.

Однако благодаря развитию индустрии кредитования ценными бумагами удалось избежать массовых непоуставок и предоставить ценные бумаги в кредит всем тем, кто в них так нуждался: арбитражерам, играющим «в короткую», и другим игрокам, нуждающимся в ценных бумагах, которых они не имели для того, чтобы реализовать свою торговую стратегию и не допустить неуставки.

Следующим фактором, обусловившим значительный рост кредитного спроса на бумаги, является бум торговли опционами и другими производными инструментами в середине 1970-х гг., вызванный внедрением модели ценообразования опционов Блэка—Шоулза. Трейдинговые стратегии, основанные на опционах и других производных, нуждались в кредитовании ценными бумагами для хеджирования и арбитража. Дальнейшее развитие рынка производных в 1980—1990-х гг. лишь усилило спрос на ценные бумаги.

Значительное влияние на развитие рынка кредитования ценными бумагами

<sup>4</sup> Помимо осуществления описанных торговых стратегий, расчетные проблемы были вызваны и тем, что бэк-офисы были перегружены бумажной работой, связанной с регистрацией операций с ценными бумагами.



оказали следующие законодательные реформы:

- 1981 г., США: пенсионным фондам было разрешено отдавать свои активы в операции кредитования ценными бумагами;
- 1986 г., Великобритания: были отменены законодательные ограничения на осуществление продаж без покрытия (*short-selling*) и свободного движения капитала.

На процесс стандартизации операций кредитования ценными бумагами существенно повлиял происшедший в 1982 г. коллапс компании *Drysdale Securities* в США. В результате Ассоциацией рынка облигаций в США (*Bond Market Association*) были стандартизированы условия проведения операций кредитования ценными бумагами.

Что касается предложения ценных бумаг, то крупнейшие банки-кастодианы в США начиная с 1970-х гг. начали предоставлять ценные бумаги в кредит от имени своих клиентов страховых компаний, корпоративных портфельных инвесторов и эндаумент-фондов<sup>5</sup>.

Дальнейшее развитие рынка кредитования ценными бумагами шло по пути унификации и стандартизации документации по кредитованию ценными бумагами, вовлечения в процесс кредитования все большего числа игроков, роста объема проводимых операций, постепенного повышения открытости рынка и, конечно же, дальнейшего развития технологий и автоматизации процесса кредитования ценными бумагами.

Как и любой другой внебиржевой рынок, рынок кредитования ценными бумагами рос сначала благодаря увеличивающемуся спросу на акции для закрытия ко-

ротких позиций и начинался как рынок двусторонних соглашений между кастодиальными банками, действующими от имени крупных фондов, и первичными брокерами, работающими от имени хедж-фондов. Таким образом, рынок кредитования ценными бумагами изначально был телефонным внебиржевым рынком. В дальнейшем ввиду необходимости ускорения и автоматизации проведения операций, получения доступа к большему числу кредиторов и заемщиков на смену телефонным переговорам пришли электронные платформы кредитования ценными бумагами (табл. 3).

Так появилась *EquiLend*, работающая с участниками, играющими на больших объемах, заключающих двусторонние сделки на основе общего обеспечения (*general collateral*).

Однако *eSecLending* не является электронной платформой в полном смысле этого слова. По словам руководителя *eSecLending* Саймона Ли (*Simon Lee*), считать *eSecLending* электронной торговой платформой (*electronic trading platform*) — это всеобщее заблуждение. *eSecLending* — кредитный агент (*agency lender*), который нацелен на предоставление лучшей цены кредиторам по наиболее востребованным акциям. Электронная платформа дает возможность участникам получать эксклюзивные права на доступ ко всему портфелю в течение определенного периода времени, обычно 1 года. Платформа *eSecLending* позволяет кредиторам крупных пакетов получать лучшую цену за свой портфель.

### Формализация требований

Основными программными документами, в которых формализованы требования инвесторов к развитым рынкам капи-

тала в части наличия сервисов кредитования ценными бумагами, являются:

- 1989 г.: первый доклад «Группы 30-ти» «Клиринговые и расчетные системы на мировых фондовых рынках» содержал рекомендации развивать кредитование ценными бумагами в качестве средства повышения эффективности рынка (рекомендация № 8).

• Июнь 1999 г.: «Операции кредитования ценными бумагами: рыночное развитие и применение». Международная организация комиссий по ценным бумагам, Комитет по платежным и расчетным системам. Самый крупный на сегодняшний момент доклад, посвященный операциям кредитования ценными бумагами.

• Ноябрь 2001 г.: «Рекомендации для систем расчетов по ценным бумагам». Банк международных расчетов/Комитет по платежным и расчетным системам. Рекомендация № 5: кредитование ценными бумагами: «Кредитование ценными бумагами и их заимствование должны поощряться в качестве способа ускорения расчетов по операциям с ценными бумагами. Для этой цели необходимо устранить препятствия, которые ограничивают практику кредитования ценными бумагами».

• 2003 г.: второй доклад «Группы 30-ти» «Международный клиринг и расчеты: План работ», в котором говорилось и о поддержке функции расчетов через механизм кредитования ценными бумагами.

### Конструкции договоров займов ценными бумагами

В качестве юридической конструкции операций ссуды, займа, кредита ценными бумагами (*securities loan transactions*) ши-

Таблица 3. ЭЛЕКТРОННЫЕ ПЛАТФОРМЫ КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (SECURITIES LENDING E-PLATFORM)

Электронная платформа	Дата основания	Модель торговли	Объем торговли (volume to date)	Собственники
EquiLend	Июнь 2002 г.	Двусторонняя неанонимная торговля (Bilateral trading)	750 млрд долл.	Barclays Global Investors, Bear Stearns, Goldman Sachs, J.P.Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Northern Trust, State Street, UBS.
eSecLending	Октябрь 2000 г.	Электронный аукцион (Electronic auction)	267 млрд долл.	Old Mutual
SecFinex	Апрель 2001 г.	Частная двусторонняя торговля неамериканскими акциями (Private bilateral trading in non-US stocks)	100 млрд долл.	Cazenove Private Equity and Mutant Technology
SecFinex Order Market	Октябрь 2003 г.	Анонимная онлайн-торговая система (Anonymous online trading system)	Среднедневная торговля, декабрь 2003 г., 450 млн евро	Cazenove Private Equity and Mutant Technology

Источник: *The Banker*. 2004. Май. Т. 154. № 939.

<sup>5</sup> Эндаумент-фонд (согласно «Унифицированному закону о пруденциальном управлении институциональными фондами» США) — это институциональный фонд или любая его часть, которые не полностью тратятся институтом на финансирование текущей деятельности по договору дарения (пожертвования). Фонд создается институтом исключительно в благотворительных целях. Российский аналог (согласно Федеральному закону РФ от 30 декабря 2006 г. № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций») — Фонд целевого капитала.



роко используется «Генеральное соглашение по кредитованию ценными бумагами», версия – май 2000 г. (*the Global Master Securities Lending Agreement, GMSLA, May 2000*), подготовленное Международной ассоциацией по кредитованию ценными бумагами (*The International Securities Lending Association, ISLA*). Данное рамочное соглашение представляет собой обновленное генеральное соглашение, которое было призвано заменить следующие разработанные ранее рамочные договоры:

- Договор об иностранных ценных бумагах кредитора, версия – декабрь 1995 г. (*Overseas Securities Lending Agreement, OSLA, December 1995*);

- Рамочное соглашение по кредитованию ценными бумагами «с золотым обрезом»<sup>6</sup>, версия – май 1996 г. (*Master Gilt Edged Stock Lending Agreement, May 1996*);

- Генеральное соглашение по кредитованию акциями и облигациями с фиксированным доходом (*Master Equity & Fixed Interest Stock Lending Agreement, MEFISLA, 1996*).

GMSLA была разработана для того, чтобы включить в одно рамочное соглашение все виды ценных бумаг (включая государственные ценные бумаги Великобритании и акции). GMSLA сконструирована по английскому праву, однако, в отличие от предшествующих договоров, разработчики постарались сделать так, чтобы данное рамочное соглашение можно было применять и в других юрисдикциях. В GMSLA была также учтена последняя существовавшая на тот момент рыночная практика.

Помимо GMSLA, Международной ассоциацией по кредитованию ценными бумагами были разработаны и применяются на практике следующие документы:

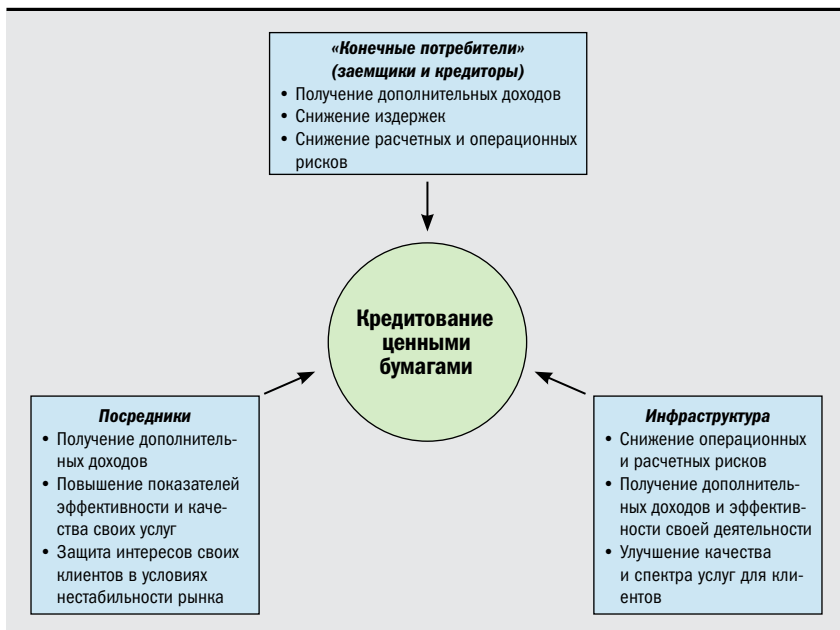
- Рекомендации ISLA по использованию агентами писем о распределении обеспечения (*ISLA recommended principles for the use of collateral allocation letters by agent lenders and borrowers, November 2007*);

- Руководство по поведению, подготовленное Комитетом Банка Англии по РЕПО и кредитованию ценными бумагами (*Bank of England's Securities Lending and Repo Committee Stock Borrowing and Lending Code of guidance, December 2004*).

### Крупнейшие площадки

В настоящий момент международные расчетно-клиринговые системы *Euroclear*

Рисунок 2. ИНТЕРЕСЫ ИГРОКОВ



и *Clearstream Banking* играют значительную роль в организации рынка операций кредитования ценными бумагами. Также ведущей электронной площадкой для операций кредитования облигациями и акциями является *Eurex SecLending*.

## РАССУЖДЕНИЯ ОБ ИНТЕРЕСАХ

Теперь все ясно, кроме сути дела.

*Из курса лекций  
по аэрогидродинамике  
(МАИ, 1984)*

### Интересы заемщиков ценных бумаг

Данная категория участников рынка занимает ценные бумаги для обеспечения поставки ценных бумаг в обстоятельствах, когда они по каким-либо причинам в момент поставки не обладают такими ценными бумагами. Обычно заимствованные бумаги требуются в следующих случаях:

- компания продает ценные бумаги, которые она купила, но которые еще не были ей поставлены;

- компания открывает так называемую «короткую» позицию (продает бумаги, которых у нее нет на момент заключения сделки) либо специально для своих целей, либо вынужденно для выполнения обязательств перед клиентом;

- компании требуется поставить ценные бумаги, которые она еще не купила, для выполнения контракта по деривативу;

- компания формирует пакет ценных бумаг в качестве обеспечения, возможно, для другой сделки кредитования ценными бумагами;

- компании необходимо «перекрыть» неудавшуюся сделку (*failed transaction*) в расчетной системе. По оценкам большинства участников рынка кредитования ценными бумагами, операции заимствования ценных бумаг для предотвращения неудавшихся сделок (*settlement failures*) составляет до 20% от всех трансграничных<sup>7</sup> операций кредитования ценными бумагами.

Основными заемщиками ценных бумаг являются ведущие брокеры/дилеры, хедж-фонды и инвестиционные компании.

### Интересы кредиторов по ценным бумагам (заимодавцев ценных бумаг)

Основными заимодавцами (кредиторами) ценных бумаг являются институциональные инвесторы, которые держат бумаги в течение длительного времени. Это, как правило, пенсионные, страховые и взаимные фонды. Кредитование обеспечивает им дополнительный источник дохода и, кроме того, позволяет уменьшить плату за кастодиальные услуги по сопровождению больших портфелей и другие расходы фондов. Также доходы от кредитования позволяют увеличить и доходы клиентов этих институтов.

Управление фондами – отрасль с очень высокой конкуренцией (по крайней ме-

<sup>6</sup> *Gilt-edged securities* – Перен. Ценные бумаги с «золотым обрезом» (высоконадежные ценные бумаги (Великобритания), бумаги, выпущенные или гарантированные правительством) // Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

<sup>7</sup> Под трансграничными операциями понимаются операции, в которых потоки денежных средств и ценных бумаг пересекают границы национальных рынков, например операции между резидентами и нерезидентами.



ре, так было до недавнего времени). Поэтому даже весьма незначительные различия в показателях деятельности фондов могут оказывать огромное влияние на их рейтинг и основные показатели их деятельности. Банки и брокеры/дилеры также предоставляют ценные бумаги в кредит. Значительная часть кредитных операций этих институтов — кредитование по цепочке в качестве агента или принципала. Финансовый институт может, например, взять в заем ценные бумаги в ожидании того, что вскоре другие будут готовы платить больше за заимствование этих ценных бумаг.

### Интересы заемщиков денежных средств

Состав заемщиков денежных средств на рынке кредитования ценными бумагами в основном совпадает с составом заемщиков ценных бумаг. Это брокеры/дилеры, банки, хедж-фонды, инвестиционные компании. Несмотря на то что крупнейшие дилеры располагают большим капиталом, их ежедневные финансовые потребности могут многократно превышать имеющийся капитал. В результате дилерам требуется занимать денежные средства для финансирования длинных позиций и активно использовать имеющиеся ценные бумаги в качестве обеспечения. Продажа и выкуп ценных бумаг предоставляет испытанный и гибкий механизм для быстрого и относительно недорогого заимствования денежных средств. Более низкая стоимость финансирования объясняется тем, что заемщик предоставляет кредитору под денежный заем полное обеспечение. В основном сделки осуществляются на краткосрочной основе (на условии *overnight* или открытые сделки) через прямые контакты с ведущими клиентами — банками, брокерами и институциональными инвесторами.

### Интересы заимодавцев денежных средств (инвесторов)

Кредитование ценными бумагами является инструментом по краткосрочному управлению денежными средствами, как для финансовых организаций, так и для корпораций. Инвестирование денежных средств на рынке кредитования ценными бумагами представляет собой возможную альтернативу прямым покупкам таких инструментов, как краткосрочные государственные долговые обязательства, депозитные сертификаты или краткосрочные коммерческие векселя. Также инвестирование денежных средств через кредитование ценными бумагами особенно при-

влекательно для расчетливых и осторожных инвесторов, придерживающихся определенных ограничений, поскольку инвестиции посредством обратных сделок РЕПО полностью обеспечены и инвестор может потребовать в качестве обеспечения высоконадежные госбумаги.

### Интересы профессиональных посредников

Несмотря на то что многие сделки на рынке кредитования ценными бумагами часто заключаются напрямую между сторонами, многие участники для проведения операций пользуются услугами различных посредников и сервисных организаций. Участники привлекают посредников и сервисные организации для выполнения части или всего перечня услуг, связанных с кредитованием, начиная с оценки контрагента, заключения сделки и расчетов по ней и заканчивая управлением обеспечением и администрированием корпоративных действий.

### Интересы брокеров/дилеров

Брокеры-дилеры выступают, как правило, основными посредниками на рынке кредитования ценными бумагами, обеспечивая своим клиентам широкий набор дополнительных услуг и возможностей. Наиболее распространенная услуга — посредничество между конечным заемщиком и конечным кредитором ценных бумаг или денежных средств. Комбинируя сделки различных клиентов и используя свой капитал и маркетмейкерские возможности, ведущие дилеры вклиниваются между заемщиком и кредитором и зарабатывают на разнице в процентных став-

ках. С другой стороны, такая позиция дилера защищает кредитора от неизвестного ему заемщика, а также обеспечивает анонимность заемщика в случае его нежелания раскрывать себя. Дилеры также предлагают институциональным инвесторам специальные программы, связанные с кредитованием ценными бумагами.

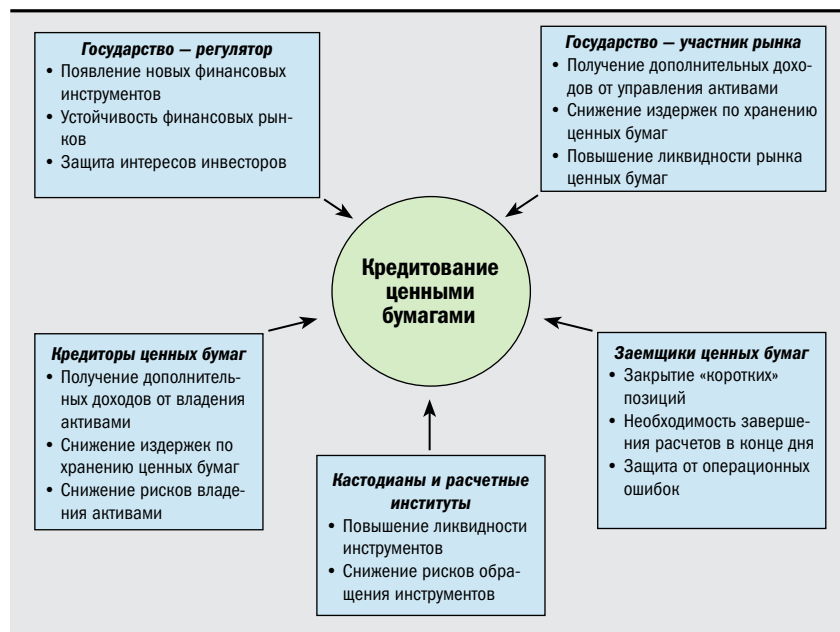
В рамках программы стороны заключают соглашение, по которому инвестору гарантируется определенное вознаграждение, дилер же получает исключительные права на доходы от использования портфеля ценных бумаг. Часто институциональные инвесторы используют данные программы, чтобы отделить деятельность по кредитованию от кастодиальных услуг. В последнее время крупнейшие дилеры, объединяя эти программы с торговой деятельностью и администрированием ценных бумаг, предоставляют комплекс услуг, сходный с услугами, которые традиционно оказываются банками-кастодианами.

### Интересы банков-кастодианов

Кастодиальные банки традиционно являются ведущими посредниками на рынке кредитования ценными бумагами для институциональных инвесторов. Основная широко распространенная услуга кастодианов — программы кредитования. Кастодиан может выступать в роли либо принципала (*principal*), либо агента (*agent*). Такая программа подразумевает минимальное участие клиента и включает:

- заключение сделок;
- осуществление расчетов;
- поиск потенциальных заемщиков;
- согласование условий кредитования;

Рисунок 3. ИНТЕРЕСЫ ИГРОКОВ





- проведение анализа и оценки ценных бумаг, предлагаемых в заем;
- полное управление обеспечением (получение и поставка обеспечения, оценка ценных бумаг, оценивание по рынку, платежи маржи, депозитарное хранение, работа с дивидендами).

В зависимости от уровня отношений с клиентом и своих возможностей многие кастодианы также предоставляют различные гарантии или программы компенсации для клиентов. Если у портфеля инвестора имеется несколько менеджеров, то кастодианы координируют их торговую деятельность, обеспечивают клиентов отчетностью и предоставляют информацию по управлению рисками. Довольно часто встречаются случаи, когда клиент кастодиана предпочитает самостоятельно или через другого посредника осуществлять кредитование ценными бумагами. Однако в большинстве подобных случаев кастодиальный банк продолжает играть интегрирующую роль и выполняет координирующие функции, следит за расчетами и обеспечивает прием и поставку обеспечения.

#### **Интересы «первичных» брокеров**

Существенные услуги оказывают многим заемщикам ценных бумаг так называемые «первичные» брокеры (*prime brokers*). Этот комплекс услуг включает в себя учетные, клиринговые и кастодиальные услуги. Основными клиентами первичных брокеров являются активные игроки на финансовом рынке — хедж-фонды и другие брокеры-дилеры.

Ключевые компоненты услуг первичных брокеров — финансирование позиций по ценным бумагам и доступ к источнику ликвидных и неликвидных ценных бумаг для заимствования по конкурентным ставкам. Первичный брокер взаимодействует с исполнительным брокером (*executive broker*) и клиентом. Первичный брокер оказывает клиринговые услуги и финансирует сделки клиента, которые выполняются одним или несколькими исполняющими брокерами по приказам клиента. Клиент держит свои ценные бумаги и денежные средства на счетах первичного брокера. Исполняющий брокер выполняет поручения клиента, используя эти счета, и подтверждает сделки первичному брокеру. В свою очередь первичный брокер посылает соответствующие подтверждения и извещения клиенту. Услуги первичных брокеров позволяют активным трейдерам централизовать депозитарную и клиринговую деятельность. В то же время, осуществляя сделки через нескольких исполняющих брокеров, они могут оптимально распределить комиссионные, подобрать лучшего исполнителя и скрыть свою финансовую политику. К тому же часто клиенты, как и сам первичный брокер, работают на многих финансовых рынках, поэтому клиент, используя единый маржевый счет, получает более привлекательные условия финансирования. Использование хедж-фондами и брокерами-дилерами первичных брокеров объясняется также и высокими требованиями кредиторов ценных бумаг к заемщикам, которым они сами могут и не удовлетворять.

#### **Интересы кредитных агентов**

Под кредитными агентами понимаются специализированные компании по организации кредитования ценными бумагами. Из-за растущей конкуренции на рынке кредитования ценными бумагами институциональные инвесторы отделяют свою деятельность по кредитованию от деятельности по предоставлению кастодиальных услуг и назначают для осуществления этой деятельности кредитных агентов — специалистов по кредитованию (*third-party agent-lending specialist*). Подчас эти посредники — небольшие независимые организации, но чаще всего ими являются подразделения крупных банков или брокеров-дилеров. Кредитные агенты предлагают услуги, во многом совпадающие с услугами кастодианов по кредитованию ценными бумагами. Клиенты кредитного агента — это относительно небольшие клиенты с более разнообразными возможностями и требованиями по кредитованию. К тому же такой клиент может быть более подготовленным в области кредитования и самостоятельно определять через кредитного агента такие вопросы, как использование тех или иных ценных бумаг в сделках, условия сделок, приемлемость обеспечения и т. п. Обычно кредитный агент берет на себя всю координацию с кастодианом по осуществлению операций кредитования ценными бумагами. ■

*Окончание следует.*

## НДЦ поздравляет с Днем рождения

### Комитет государственных заимствований города Москвы

**Уважаемые коллеги!**

**За годы своей деятельности Комитет государственных заимствований города Москвы зарекомендовал себя в качестве ведущего российского финансового института, надежного и профессионального партнера и приобрел заслуженное признание на отечественном рынке.**

**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!**



Александр Семин  
Советник директора НДЦ

## МОДЕЛЬ АВТОМАТИЧЕСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ В БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛЕ БЕЗ ПРЕДДЕПОНИРОВАНИЯ АКТИВОВ

ПЕРЕЖИВАЕМЫЙ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ МИРОВОЙ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС, ОЧЕВИДНО, РАЗДЕЛИТ НОВЕЙШУЮ ИСТОРИЮ МИРОВОГО И РОССИЙСКОГО ФОНДОВЫХ РЫНКОВ НА ДВА ЭТАПА — ДО И ПОСЛЕ КРИЗИСА. Многократное падение цен на акции российских эмитентов, произошедшее всего за полгода, заставляет сегодня переоценивать актуальность и значимость многих «модных» до недавнего времени финансовых инструментов, искать среди них виновников кризисных явлений и перспективные инструменты для выхода из кризиса. Перед началом кризиса к числу активно развивавшихся финансовых технологий, нацеленных на повышение эффективности операций с ценными бумагами, относилось кредитование ценными бумагами.

Исторически кредитование ценными бумагами совершенствовалось по двум направлениям: стратегическое и расчетное кредитование. К стратегическому заимствованию ценных бумаг относят комплекс торговых стратегий, обеспечивающий рост спекулятивного дохода за счет динамики рыночных цен на полученные во временное пользование ценных бумаг. Расчетное кредитование нацелено прежде всего на снижение рисков неисполнения обязательств по ранее заключенным фондовым сделкам.

Рассмотрим один из возможных механизмов расчетного кредитования ценными бумагами на фондовом рынке ММВБ как элемент российского организованного рынка ценных бумаг в послекризисный период.

Модель данного механизма возникла в 2007–2008 гг. в процессе совместной работы Комитета по кредитованию ценными бумагами Национальной фондовой ассоциации (НФА) и Комитета по инновациям и продуктам НДЦ.

В условиях организованного фондового рынка ММВБ внедрение механизма расчетного кредитования ценными бумагами представляется необходимой предпосылкой для отказа от существующего 100%-ного преддепонирования активов

участников биржевых торгов. Это позволяет отнести расчетное кредитование к числу одного из условий повышения конкурентоспособности всей Группы ММВБ на этапе выхода из кризиса.

Активное развитие компьютерных технологий и связанное с ним ускорение процессов заключения и исполнения фондовых сделок предопределило «автоматический» характер уже работающих систем расчетного кредитования в таких расчетно-клиринговых организациях, как *Clearstream International* и *Euroclear Bank*. Их «автоматизм» выражается в том, что все действия по оформлению и исполнению расчетных кредитов выполняются инфраструктурными организациями без непосредственного участия кредиторов и заемщиков на основе заранее согласованных алгоритмов. Учитывая уже достигнутые мировые результаты в технологии расчетного кредитования, изначально в предлагаемой модели были предусмотрены автоматические процедуры выдачи и возврата кредита при завершении расчетов фондовых сделок, что позволяет назвать данную модель «системой автоматического кредитования ценными бумагами» (*automated securities lending, ASL*). Для НДЦ, функционально ориентированного на обслуживание биржевых опера-

ций Группы ММВБ, развитие технологий расчетного кредитования ценными бумагами неразрывно связано с отказом от существующей практики 100%-ного преддепонирования активов участников биржевых торгов.

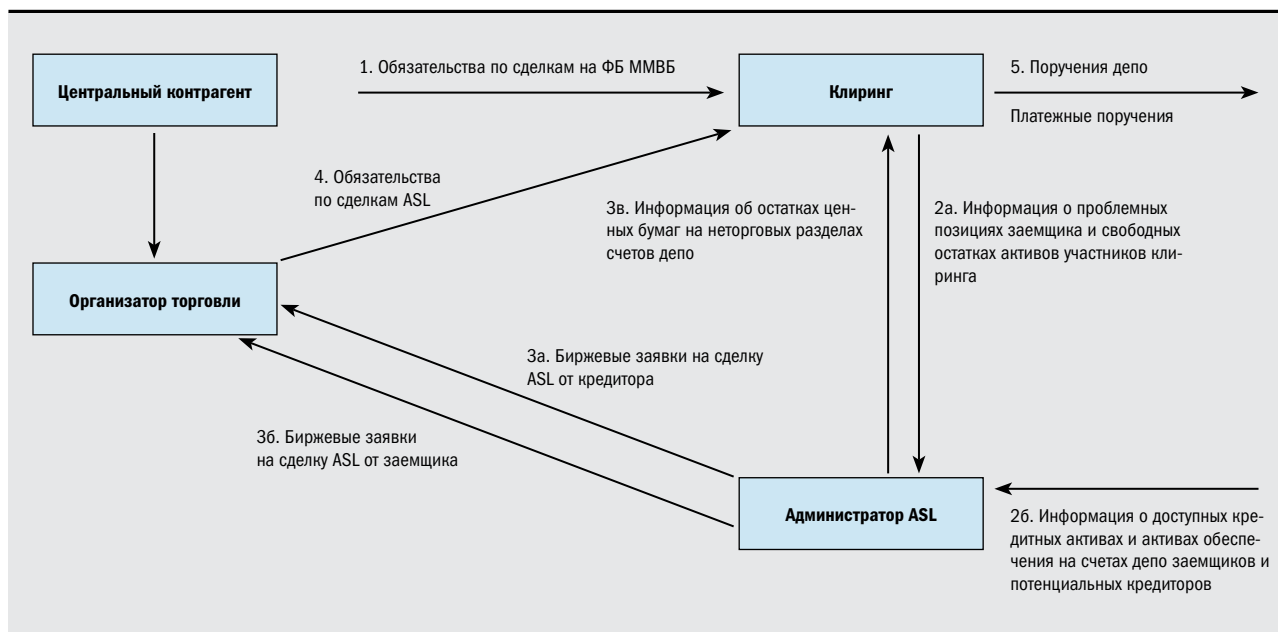
Таким образом, под *ASL* мы понимаем комплекс юридических и технологических процедур, обеспечивающих возможность отказа от 100%-ного преддепонирования активов при заключении биржевых сделок за счет предоставления участникам клиринговых расчетов во временное и платное пользование недостающего для завершения расчетов количества ценных бумаг.

Перед тем как приступить к непосредственному описанию *ASL*, хотелось бы отметить, что автор согласен с теми, кто рассматривает *ASL* как составную часть системы гарантирования завершения биржевых расчетов, а не как способ поощрения торговли *short*. В противном случае *ASL* из инфраструктурного инструмента снижения системных рисков легко превращается в инструмент биржевых спекуляций, стирая грань между расчетным и стратегическим кредитованием. С целью предотвращения этого цены на услуги *ASL* должны быть достаточно высокими и не должны стимулировать участ-





Рисунок 1. СХЕМА ПОЛУЧЕНИЯ КРЕДИТА ASL



ников биржевых торгов к сознательному использованию ASL в своих торговых стратегиях.

### УЧАСТНИКИ И БАЗОВЫЕ УСЛОВИЯ МОДЕЛИ ASL

Кредитование ценными бумагами в модели ASL производится в форме одновременного заключения и исполнения двух однодневных (*overnight*) сделок РЕПО. По первому договору РЕПО кредитный актив передается от кредитора заемщику. По второму договору РЕПО ценные бумаги обеспечения передаются кредитору. «Обеспечением» кредитов ASL выступают ценные бумаги нуждающихся в кредите участников клиринговых расчетов (заемщиков), входящие в согласованный список обеспечительных ценных бумаг.

Потенциальными кредиторами ASL выступают депоненты НДЦ (а также клиенты депонентов НДЦ), заключившие договор об участии в ASL.

Кредитными ресурсами ASL являются свободные остатки ценных бумаг на счетах депо кредиторов ASL в НДЦ, которых кредиторы ASL разрешили использовать в качестве кредитных ресурсов.

Денежные условия заключаемых в процессе ASL сделок РЕПО рассчитываются таким образом, чтобы при исполнении первых частей РЕПО денежные обязательства сторон полностью неттировались, а при исполнении вторых частей РЕПО нетто-денежные обязательства заемщика равнялись плате за кредит.

Кредитными активами и активами обеспечения сделок ASL могут выступать

любые ценные бумаги, торгуемые на Фондовой бирже ММВБ.

Сделки РЕПО в процессе ASL заключаются на специализированной торговой сессии ФБ ММВБ против центрального контрагента Группы ММВБ (НКЦ). Таким образом, одна сделка ASL юридически оформляется четырьмя сделками РЕПО (две сделки РЕПО между заемщиком и центральным контрагентом и две сделки РЕПО между кредитором и центральным контрагентом).

Организацию процесса ASL осуществляет администратор ASL, функции которого выполняет НДЦ. Функции администратора ASL включают в себя:

- разработку и согласование с участниками ASL договорно-правовой базы и регламентов ASL;
- определение размеров платы за кредит ASL;
- расчет значений заключаемых сделок РЕПО в процессе ASL и формирование от лица кредиторов и заемщиков биржевых заявок на заключение сделок ASL;
- контроль исполнения обязательств кредиторов и заемщиков ASL, возникающих из заключенных сделок ASL.

### ОСНОВНЫЕ БИЗНЕС-ПРОЦЕССЫ ASL

#### Присоединение к участникам ASL

Присоединение к участникам ASL заключается в оформлении согласия потенциальных кредиторов и заемщиков с условиями ASL.

Участниками ASL могут быть как участники торгов на ФБ ММВБ, так и их

клиенты. Вхождение нового участника в состав участников ASL оформляется дополнением к договору счета депо участника в НДЦ, регистрацией участника в качестве участника специализированной торговой сессии ASL ФБ ММВБ и дополнением к договору участника с центральным контрагентом (НКЦ).

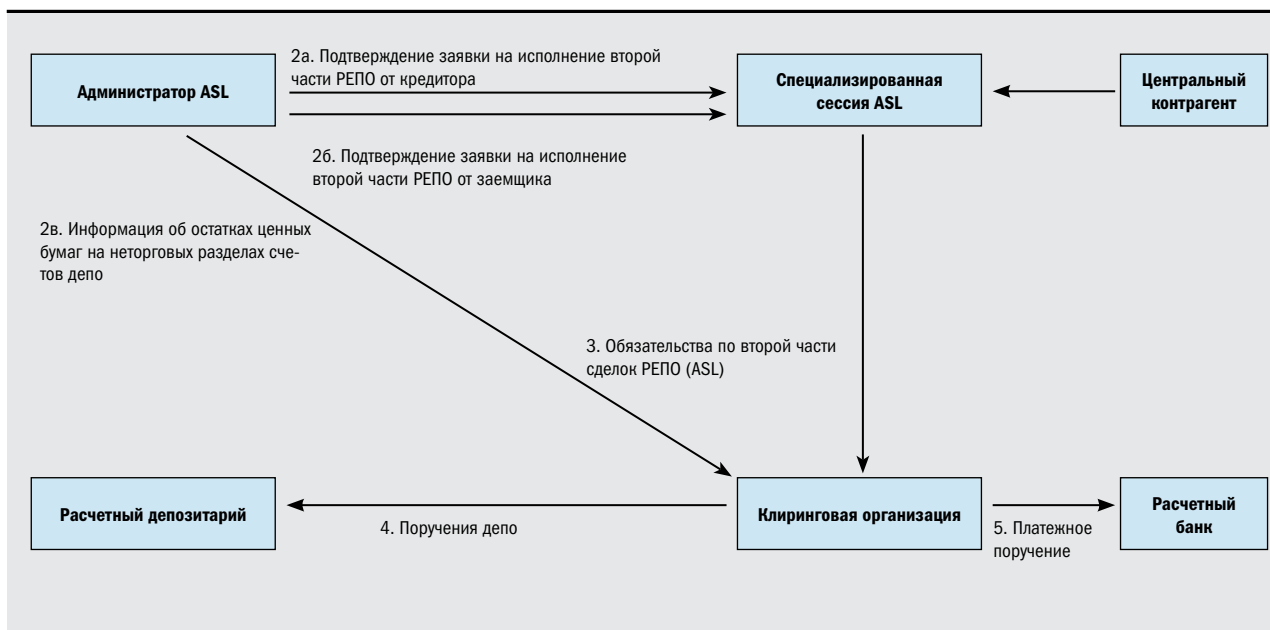
Присоединение клиентов депонентов НДЦ к участникам ASL осуществляется на двух уровнях. На уровне «клиент – кастодиан» между новым участником ASL и его кастодианом – депонентом НДЦ заключается договор, по которому новый участник ASL поручает кастодиану выступать от имени и за счет своего клиента во взаимоотношениях с НДЦ, ФБ ММВБ и центральным контрагентом при выполнении процедур ASL.

На уровне «кастодиан – организаторы ASL (НДЦ, ФБ ММВБ и центральный контрагент)» кастодиан заключает от имени своего клиента соглашения, предусмотренные для кредиторов и заемщиков ASL.

В дальнейшем все взаимоотношения организаторов ASL с новым кредитором (заемщиком) ASL осуществляются через его представителя-кастодиана.

Ценные бумаги участников ASL, которые могут быть использованы при заключении сделок ASL, предполагается учитывать на разделах счетов депо НДЦ с новым статусом «доступные для ASL». Статус «доступные для ASL» в рамках описываемой модели ASL получают основной и торговые разделы счетов депо участников ASL в НДЦ, а также специальные разделы выделенного хранения междепозитарных счетов депо кастодианов участников ASL.

Рисунок 2. ВОЗВРАТ КРЕДИТА ASL (T + 1)



в НДС. Режим функционирования разделов со статусом «доступные для ASL» предусматривает право администратора ASL использовать свободные остатки ценных бумаг на момент проведения процедур ASL в качестве кредитных ресурсов ASL (для ценных бумаг участников ASL — кредиторов) или ресурсов обеспечения ASL (для ценных бумаг участников ASL — заемщиков). В остальное время (за пределами сроков проведения процедур ASL) владелец счета депо может распоряжаться ценными бумагами на разделах со статусом «доступные для ASL» в соответствии с существующим регламентом НДС.

### Получение кредита ASL

Потребность в кредите ASL выявляется во время проведения клиринговых расчетов по итогам биржевых торгов на ФБ ММВБ. В случае отказа от 100%-ного преддепонирования активов клиринг обязательств по биржевым сделкам может выявить дефицитные позиции участников клиринга, закрытие которых требует заключения сделок ASL. Информация о проблемных клиринговых позициях и свободных остатках клиринговых позиций передается клиринговой организацией администратору ASL (рис. 1 (2а)). Параллельно с этим администратор ASL получает от расчетного депозитария (НДС) информацию об остатках ценных бумаг неторговых разделов счетов депо со статусом «доступные для ASL» (рис. 1 (2б)).

Администратор ASL по прописанным в регламенте ASL процедурам определяет для каждой из проблемных клиринговых

позиций состав кредиторов ASL и формирует портфель обеспечения сделок ASL из ценных бумаг заемщиков ASL. Затем администратор ASL формирует заявки на заключение сделок ASL, рассчитывая значения денежных параметров сделок РЕПО. Макеты заявок на сделки ASL передаются администратором ASL в торговые терминалы ФБ ММВБ кредиторов и заемщиков (брокеров кредиторов и заемщиков) для регистрации на специализированной торговой сессии ASL (рис. 1 (3а, 3б)). Одновременно администратор ASL передает в клиринговую организацию информацию об остатках ценных бумаг на неторговых разделах счетов депо участников ASL со статусом «доступно для ASL» (рис. 1 (3в)).

В ходе проведения специализированной торговой сессии ASL заявки авторизуются и регистрируются в форме сделок РЕПО против центрального контрагента. Обязательства по заключенным сделкам ASL передаются в клиринговую организацию (рис. 1 (4)).

Клиринговая организация включает обязательства по сделкам ASL в общий клиринг биржевых обязательств, неттируя денежные обязательства по первым частям сделок ASL, закрывая проблемные клиринговые позиции заемщиков ASL ресурсами кредиторов ASL и переводя ресурсы обеспечения заемщиков ASL на позиции кредиторов ASL.

После завершения клиринга клиринговая организация передает в расчетный банк и депозитарий платежное поручение и поручение депо на завершение расчетов (рис. 1 (5)).

### Возврат кредита ASL

Возврат кредита ASL производится на следующий день (T + 1) после заключения сделки ASL путем исполнения вторых частей сделок РЕПО.

Администратор ASL формирует заявки на исполнение вторых частей сделок РЕПО ASL, заключенных в T0, рассчитывая значения денежных параметров сделок РЕПО (рис. 2 (2а, 2б)). Одновременно администратор ASL передает в клиринговую организацию информацию об остатках ценных бумаг на неторговых разделах счетов депо участников ASL со статусом «доступно для ASL» (рис. 2 (2в)). Специализированная торговая сессия по возврату кредитов ASL проводится до завершения биржевых торгов на ФБ ММВБ.

В ходе проведения специализированной торговой сессии ASL заявки авторизуются и регистрируются в форме вторых частей сделок РЕПО против центрального контрагента. Обязательства по заключенным сделкам ASL передаются в клиринговую организацию (рис. 2 (3)) одновременно с передачей в клиринговую организацию результатов биржевых торгов в день T + 1.

Клиринговая организация включает обязательства по вторым частям сделок ASL в общий клиринг биржевых обязательств, неттируя денежные обязательства по первым частям сделок ASL.

После завершения клиринга клиринговая организация передает в расчетный депозитарий поручение депо на завершение расчетов (рис. 2 (4)) и платежное поручение в расчетный банк на перевод кредитору платы за кредит (рис. 2 (5)).





## Roll-over (продление фактического срока действия кредита ASL)

В случае недостатка у кредитора или заемщика ценных бумаг, необходимых для исполнения вторых частей сделок ASL, но при достаточности у них соответствующих ресурсов обеспечения, в рассматриваемой модели ASL предусмотрена возможность оперативного перекредитования (заключения новых кредитов ASL). Недостаток ценных бумаг для исполнения вторых частей сделок РЕПО выявляется в процессе клиринга обязательств участников расчетов. В данном сеансе клиринга участвуют обязательства по заключенным биржевым сделкам текущего дня и обязательства по вторым частям сделок ASL, заключенных в предыдущий торговый день. Информация о проблемных позициях участников клиринга передается клиринговой организацией администратору ASL для расчета новых кредитов ASL в соответствии со стандартной процедурой получения кредитов ASL.

## Неисполнение второй части сделок РЕПО ASL

Неисполнение второй части сделки ASL в случае недостатка ценных бумаг у участника может происходить либо при нехватке ресурсов обеспечения, необходимых для заключения нового кредита ASL (например, в результате изменения рыночных цен на кредитные ресурсы и ресурсы обеспечения), либо при физическом недостатке кредитного ресурса в системе ASL (из-за ограниченного количества кредитного актива, задепонированного в НДЦ на разделах счетов депо со статусом «доступные для ASL»).

## НЕИСПОЛНЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ВОЗВРАТУ КРЕДИТА ASL В РЕЗУЛЬТАТЕ ОБЕСЦЕНЕНИЯ РЕСУРСОВ ОБЕСПЕЧЕНИЯ

В этом случае на сумму дефицита ресурсов обеспечения заключается дополнительная стандартная сделка ASL между кредитором и центральным контрагентом. При этом «ресурсами обеспечения» центрального контрагента выступают его резервные и гарантийные фонды. На следующий день центральный контрагент приобретает на открытом рынке за счет своих гарантийных или резервных фондов кредитный актив в количестве, необходимом для исполнения своих обязательств по второй части дополнительной сделки ASL. Урегулирование взаимоотношений между центральным контрагентом и участником ASL, допустившим дефолт из-за дефицита ресурсов обеспечения, производится в соответствии с договором участника с центральным контрагентом, регламентирующим участие центрального контрагента в сделках ASL.

## НЕИСПОЛНЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ВОЗВРАТУ КРЕДИТА ASL В РЕЗУЛЬТАТЕ ДЕФИЦИТА КРЕДИТНЫХ РЕСУРСОВ

В этом случае физический недостаток кредитного актива возмещается кредитором центральным контрагентом в денежной форме по цене закрытия текущего торгового дня. Урегулирование взаимоотношений между центральным контрагентом

и участником ASL, допустившим дефолт из-за дефицита кредитного ресурса, производится в соответствии с договором участника с центральным контрагентом, регламентирующим участие центрального контрагента в сделках ASL из гарантийных (резервных) фондов центрального контрагента.

В заключение хотелось бы отметить, что предложенный вариант организации автоматического кредитования ценными бумагами, безусловно, является всего лишь одним из возможных способов гарантирования исполнения сделок, заключенных без 100%-ного преддепонирования активов участников биржевых торгов.

\*\*\*

Дальнейшая детализация модели, так же как и перспектива ее внедрения в практику работы Группы ММВБ, во многом зависит от результатов обсуждения модели ASL с депонентами НДЦ — кастодианами потенциальных кредиторов и заемщиков ASL. В ходе этого обсуждения предстоит выяснить степень готовности участников биржевых торгов предоставить в распоряжение биржевой инфраструктуры свободные остатки ценных бумаг на своих счетах депо в расчетном депозитарии с целью их использования в качестве кредитных ресурсов и ресурсов активов обеспечения кредитов ASL в процессе обеспечения исполнения обязательств участников торгов без 100%-ного преддепонирования активов. ■

E-mail автора: [semin@ndc.ru](mailto:semin@ndc.ru).

# НДЦ поздравляет с Днем рождения

**Всероссийский банк развития регионов, ИФК «Метрополь»,  
ОТП Банк, ОАО «Центральный Московский Депозитарий»**

**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!**



# ВЛИЯНИЕ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА НА ЭКОНОМИКУ РОССИИ<sup>1</sup>

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; **Виктор Сулла**

В заключительной части аналитического доклада специалистов Всемирного банка, посвященного экономике России в условиях глобального кризиса, исследуются причины и последствия финансового кризиса. Авторы рассматривают 3 основных этапа его развития в России: планомерное снижение рыночных показателей, кризис ликвидности и доверия инвесторов, принятие масштабных ответных мер.

## 2. «АНАТОМИЯ» КРИЗИСА

### **«Идеальный шторм»: кризис ипотечных кредитов сабпрайм в США и глобальный финансовый кризис**

Первопричины глобального финансового кризиса можно обнаружить в крахе жилищного рынка в США. После продолжительного периода низких процентных ставок ставки Федеральной резервной системы США (процентные ставки, по которым кредитная организация предоставляет в кредит имеющиеся в наличии средства — остатки на счетах Федерального казначейства — другой кредитной организации) резко повысились с 1% в 2004 г. до 5,25% в 2006 г. В результате произошло падение цен на жилье и увеличилось число дефолтов по ипотеке. Особенно крупные дефолты наблюдались в сабпрайм-сегменте ипотечного кредитования, т. е. высокорисковых ссуд, выданных домовладельцам, имевшим плохую кредитную историю или не имевшим ее вообще. К началу

2007 г. в сабпрайм-ипотеке начался спад, негативно повлиявший на потребительские доходы, занятость и уверенность — традиционные двигатели экономики США.

Первые признаки углубления кризиса на рынке ипотечных кредитов в сабпрайм-сегменте США проявились в августе 2007 г. Ликвидность на мировых кредитных рынках сократилась после того, как выяснилось, что ценные бумаги, обеспеченные сабпрайм-ипотекой, обесценили большой сегмент портфелей банков и хедж-фондов во всем мире. И 10 августа 2007 г. центральные банки предприняли первые согласованные действия по облегчению дефицита ликвидности. К осени 2007 г. в банковском секторе начали появляться первые крупные убытки: *UBS* и *Citibank*, например, списали плохие активы на миллиарды долларов. В сентябре 2007 г. в результате массового изъятия вкладов из банка *Northern Rock* в Соединенном Королевстве Великобритании была проведена первая прямая крупная операция по оказанию международной финансовой помощи национальными властями стра-

ны. В марте 2008 г. крупный инвестиционный банк в США *Bear Stearns* был выкуплен компанией *J.P.Morgan Chase*.

На первом этапе глобального кризиса Россия оставалась достаточно защищенной от ухудшения ситуации на мировых финансовых рынках. Последствия сокращения ликвидности в августе 2007 г. были кратковременными, и после небольшого перерыва российский фондовый рынок продолжил рост. Несмотря на то что Россия была третьей крупнейшей страной — держателем ценных бумаг с фиксированным доходом, выпущенных поддерживаемыми государством ипотечными агентствами в США, у российской банковской системы не было значительных прямых вложений в ценные бумаги, обеспеченные сабпрайм-ипотекой. Принимая во внимание сохранявшиеся на высоком уровне цены на нефть, инвесторы рассматривали Россию как «тихую гавань» на фоне нестабильной глобальной финансовой ситуации. Поэтому, несмотря на сокращение ресурсов на глобальных кредитных рынках, Россия оставалась привлекательной для иностранного капи-

<sup>1</sup> Окончание. Начало см.: Депозитарий. 2009. № 1–2.



## СРАВНЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ В РОССИИ В 1998 И 2008 ГОДАХ

Россия оказалась перед лицом крупнейшего банковского кризиса со времени дефолта в августе 1998 г., однако фундаментальные макроэкономические показатели и ответные меры политики различны. Общей чертой кризисов 1998 и 2008 гг. является одна из основных их причин — замедление темпов роста мировой экономики и снижение цен на нефть. Это свидетельствует о сохраняющейся зависимости российской экономики от колебаний на мировых рынках. Индекс РТС в большей степени зависит от изменения цен на нефть: коэффициент корреляции между индексом РТС и ценой на нефть вырос с 0,6 в 1998 г. до 0,8 в 2008 г. Резкое снижение цен на нефть вызвало падение индекса РТС на 90,3% в 1998 г. и на 69% в 2008 г. В обоих случаях индекс РТС потерял 50% своего значения в течение 80 дней после того, как он достиг пиковых показателей. Но на этом сходство двух кризисов заканчивается.

Продолжительность, глубина и влияние этих кризисов, по всей видимости, будут различны, поскольку отличаются базовые факторы уязвимости экономики и ответные меры, принимаемые Правительством. В 1998 г. в России наблюдались дефицит бюджета, увеличение выплат по процентам, высокий уровень государственного долга, слабые перспективы роста и низкий уровень валютных резервов. Более того, дефицит бюджета и фиксированный коридор обменного курса составляли особенно уязвимое сочетание экономических мер.

В 2008 г. степень макроэкономической уязвимости была значительно ниже благодаря двум основным факторам. Во-первых, с 1998 г. Россия проводила важные реформы, осуществляла взвешенное управление государственными финансами, создавала значительный стабилизационный фонд и проводила либерализацию валютного курса. Все эти меры внесли вклад в укрепление финансовой системы и способствовали образованию значительного профицита бюджета и платежного баланса, а также снижению уровня государственного долга. Кроме того, банковская система в настоящее время характеризуется большей устойчивостью и качественным надзором. Во-вторых, благодаря высоким ценам на нефть на протяжении последних 10 лет Россия сегодня располагает третьим по размеру запасом валютных резервов в мире, что служит мощным барьером против потрясений. В связи с этим Россия оказалась лучше подготовлена к шокам, возникающим на мировых рынках (см. таблицу).

*Характер ответных мер политики и издержек в 1998 и 2008 гг. также различен.*

В 1998 г. Правительство отреагировало девальвацией рубля и дефолтом по своим долговым обязательствам, а в 2008 г. — предоставлением дополнительной ликвидности, вливанием капитала в банковский сектор и обеспечением выплат по внешним обязательствам банками и предприятиями. Эти меры были направлены на предотвращение волны панических продаж на фоне опасений по поводу крупных убытков. Что касается сторон, несущих основные издержки кризиса, то в 1998 г. в результате ответных мер политики частный сектор принял на себя большую часть издержек, тогда как в 2008 г. издержки будут в основном поглощены государственным сектором в виде существенных бюджетных и квазибюджетных расходов.

### ПРИЧИНЫ КРИЗИСА В РОССИИ В 1998 И 2008 ГГ.

Фактор	1998 г.	2008 г.
Причины	Азиатский финансовый кризис, снижение цен на нефть, несоответствие бюджетной и денежно-кредитной политики	Глобальный кредитный кризис, снижение цен на нефть
Экономическая ситуация	Низкий уровень резервов, дефицит бюджета. Фондовый рынок играл не столь важную роль в передаче влияния кризиса на реальный сектор экономики. Бартер и неплатежи имели большое значение в экономике	Третье место в мире по уровню валютных резервов, профицит бюджета. Фондовый рынок более уязвим к изменениям цен на нефть и играет большую роль в передаче влияния кризиса на реальный сектор экономики. Экономика не очень сильно зависит от бартера

тала, получив рекордный приток капитала и ПИИ в 2007 г.

### Глобальный кризис достиг России: снижение цен на нефть и падение фондового рынка

К середине 2008 г. глобальный финансовый кризис начал подступать к России на фоне ослабления мировой экономики, значительно зависящей от цен на нефть. Быстрое ухудшение ситуации в мире оказало двойное влияние на Россию. Во-первых, сокращение ликвидности на глобальных кредитных рынках привело к кризису ликвидности во всем мире, значительно повлияв на развивающиеся рынки и вызвав масштабные убытки. Во-вторых, осознание замедления темпов роста мировой экономики привело к резкому снижению цен на нефть — основной статьи экспорта России (см. врезку «Сравнение финансовых кризисов в России в 1998 и 2008 гг.»).

Эти два фактора были доминирующими, однако российские финансовые рынки негативно отреагировали на некоторые события, связанные с внутренней политикой, что привело к дальнейшему ослаблению доверия инвесторов. Примерами служат ситуация с компанией «Мечел», имевшая место 24 июля, и внутренний корпоративный конфликт в компании ТНК—BP. Также оказал воздействие на рынок августовский конфликт с Грузией. В результате начался худший финансовый кризис за последнее десятилетие.

За период с 19 мая (когда российский фондовый рынок достиг пиковых показателей) по 7 ноября 2008 г. рынок потерял приблизительно 2/3 своей стоимости, что эквивалентно примерно 1 трлн долл. США (примерно 84% российского ВВП в 2007 г.). Другие развивающиеся рынки в этот период понесли аналогичные убытки: китайский фондовый индекс CSI/300 снизился на 57%, бразильский индекс Bovespa — на 50%. Даже индекс S&P в США, имеющий более широкий охват, потерял 35%, продемонстрировав один из худших показателей в истории рынков «медведей».

*В развитии финансового кризиса в России можно выделить 3 этапа:*

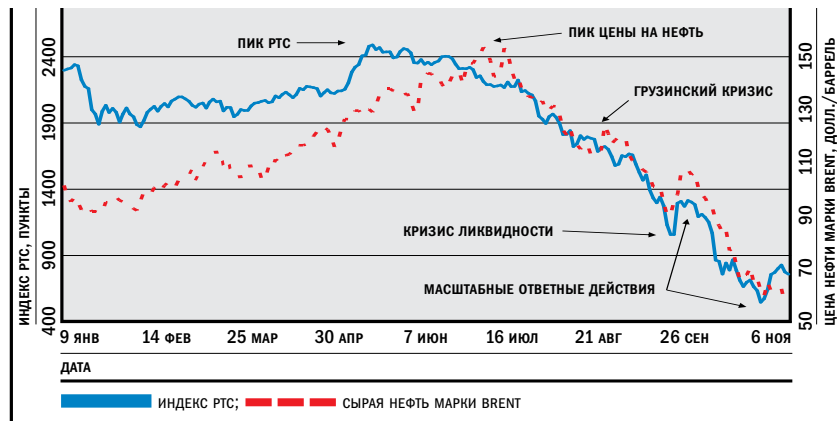
- 1) планомерное снижение;
- 2) кризис ликвидности и доверия инвесторов;
- 3) текущая ситуация и ответные меры.

Эти этапы следуют в хронологическом порядке и фиксируют влияние основных внешних и внутренних факторов на российский финансовый рынок.

**Первый этап:****планомерное снижение**

Первый этап начался 19 мая 2008 г., когда российский фондовый рынок достиг своих пиковых значений, а закончился 12 сентября. На его протяжении наблюдалось постепенное снижение индекса РТС, преимущественно обусловленное внешними факторами, главным образом ухудшением глобальных экономических условий и снижением доверия на рынках акций во всем мире (табл. 2.1, рис. 2.1). Сначала сокращение глобальной ликвидности и снижение доверия инвесторов наряду с быстрым замедлением экономики США привели к падению рынков акций в мировом масштабе, по мере того как инвесторы переводили свои средства в более надежные активы на фоне опасений по поводу неопределенности будущих потерь в финансовом секторе и ощущения, что кризис приобрел поистине глобальный размах.

С 19 мая по 3 июля индексы S&P и РТС потеряли примерно 11%. Однако после 3 июля перспективы затяжного спада глобальной экономики спровоцировали быстрое падение цен на нефть с максимального уровня в 144,07 долл. США за баррель нефти марки Brent и 139,52 долл. США за баррель нефти марки Urals. С 3 ию-

**Рисунок 2.1. ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА И ЦЕН НА НЕФТЬ ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА В 2008 Г.**

Источники: РТС, Thomson Datastream.

ля по 12 сентября индекс РТС потерял в цене примерно 38%, т. е. несколько больше, чем цены на нефть. На первом этапе кризиса коэффициент корреляции между индексом российского фондового рынка и его фундаментальной объясняющей переменной — ценой на нефть — достиг почти идеального значения — 0,973.

Из-за ухудшения глобальных условий иностранные инвесторы начали пересматривать привлекательность российского рынка. Многие инвесторы вслед за круп-

ными хедж-фондами закрыли свои позиции на российском рынке. Инвесторы, вкладывающие средства в акции, перестали рассматривать Россию как «безопасную гавань». В течение недели, с 23 по 27 июня, спреды долговых дефолтных свопов (CDS) по российским суверенным долговым обязательствам подскочили на 30 базисных пунктов, что стало явным признаком значительного снижения доверия иностранных инвесторов. Заявления Правительства в отноше-

**Таблица 2.1. ЭТАПЫ КРИЗИСА: НЕУСТОЙЧИВОСТЬ КЛЮЧЕВЫХ РЫНОЧНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

Показатель	Период	РТС, %	РТС*, %	S&P 500, %	Изменение цен на нефть, %	Долговые дефолтные свопы (CDS)**, б. п.	Межбанковская ставка***, б. п.	Официальные резервы, млрд долл.
<b>Этап 1. Постепенный спад</b>								
Ухудшение глобальных условий	19 мая – 3 июля	-11,1	-6,0	-11,5	18,2	23,60	-18,50	27,00
Падение цен на нефть	4 июля – 12 сентября	-38,7	-33,4	-0,9	-32,4	53,20	195,50	-14,10
Снижение доверия инвесторов, вызванное заявлениями Правительства в отношении компании «Мечел»	24 июля – 6 августа	-12,2	-8,1	2,9	-8,8	0,80	1,00	5,20
Эскалация геополитической напряженности (российско-грузинский конфликт)	8–24 августа	-6,5	-5,7	0,9	0,8	20,00	80,50	-16,00
<b>Этап 2. Кризис доверия инвесторов</b>								
Дефицит ликвидности парализует работу российского межбанковского рынка	15–18 сентября	-21,1	-10,7	-3,6	-5,5	99,90	103,00	-0,90
<b>Этап 3. Последствия и ответные меры</b>								
Первый пакет антикризисных мер объявлен 17 сентября	19–26 сентября	-0,8	-1,9	-3,3	7,9	33,40	-47,50	3,40
Очередные пакеты антикризисных мер объявлены 29 сентября и 14 октября	29 сентября – 13 ноября	-48,1	-55,5	-17,7	-43,8	512,50	966,50	-71,10

\* РТС\* — среднее значение отраслевых индексов РТС, взвешенное с учетом доли вклада соответствующей отрасли в ВВП в 2007 г. Индексы РТС по нефти и газу, металлам и добыче объединены (взвешены по рыночной капитализации).

\*\* CDS — спреды долговых дефолтных свопов по 5-летним государственным облигациям Российской Федерации.

\*\*\* Межбанковская ставка — ставка межбанковского кредитования на российском рынке сроком от 31 до 90 дней.

Источники: РТС, Thompson Datastream, Правительство России, Всемирный банк.



нии компаний «Мечел» и ТНК-ВР, сделанные на неделе с 25 июля, также поколебали доверие иностранных инвесторов к внутренней экономической политике и внесли свой вклад в падение индекса РТС (на 8,6%) и дальнейшее увеличение спреда CDS в течение следующих 2 недель. Кроме того, глобальный дефицит ликвидности негативно повлиял на ставки кредитования на российском межбанковском рынке: в течение недели с 20 июня они увеличились примерно до 18%.

Дефицит кредитных средств в начале июля привел к быстрому росту требований о внесении дополнительного обеспечения по кредитам (*margin calls*), что способствовало дальнейшему снижению фондового рынка. В довершение к этому геополитическая напряженность, возникшая в результате российско-грузинского конфликта 8 августа, стала еще одним фактором, внесшим свой вклад в резкий скачок спреда CDS (на 20 базисных пунктов) и падение индекса РТС (на 6,5%).

На протяжении первого этапа не было сделано каких-либо заметных официальных заявлений о мерах, направленных на преодоление кризиса фондового рынка. Важно отметить, что финансовый кризис в основном ощущался на фондовом рынке. Несмотря на то что некоторым банкам предстояло погашение крупных внешних обязательств, ни один российский банк на тот момент не испытывал ни трудностей с погашением обязательств, ни острого дефицита ликвидности, что могло бы оправдать принятие решительных ответных мер. Одним из ключевых изменений стратегического характера стало начало осуществления Банком России перехода от валютного таргетирования к таргетированию инфляции, что способствовало повышению волатильности валютного курса и неопределенности относительно его краткосрочных колебаний. Признаки дефицита ликвидности проявились 8 сентября, когда во время внеочередного депозитного аукциона Минфина России спрос банков на привлечение средств федерального бюджета в депозиты на 50% превысил предложение.

#### **Второй этап: кризис ликвидности и доверия в середине сентября**

Второй этап ознаменовался пиком кризиса ликвидности и доверия, вызванного главным образом банкротством банка *Lehman Brothers* и принятием мер по спасению крупнейшего мирового страховщика — компании *AIG*. Оглядываясь назад, можно сказать, что эти события стали поворотным моментом, породив панику, вызванную глобальным финансовым кри-

зисом. Мировые рынки отреагировали на них весьма негативно — ежедневными резкими падениями. В России эти события, за которыми внимательно следили все участники рынка, стали фактором, фактически парализовавшим работу межбанковского рынка на неделю — с 15 по 19 сентября. За считанные дни процентные ставки по межбанковским кредитам подскочили на 100 базисных пунктов, а межбанковский денежный рынок оказался парализованным. Несмотря на то что общая ликвидность системы не достигла критического уровня и фактически начала повышаться в конце сентября, передача ликвидности от нескольких крупных банков банкам второго и третьего эшелона затормозилась — частично из-за опасений эскалации риска невыполнения обязательств контрагентами. Рынок акций пережил резкий рост распродаж, спровоцированных волной требований о внесении дополнительного обеспечения по кредитам (*margin calls*) на фоне закрытия инвесторами своих позиций по акциям, быстро теряющим в цене. Министерство финансов России 15–16 сентября удвоило общий лимит бюджетных средств, размещаемых на депозитных аукционах, а также увеличило дневные лимиты по таким аукционам. Вслед за Минфином Банк России 17 сентября увеличил дневные лимиты по аукционам РЕПО. Тем не менее этих скоординированных усилий оказалось недостаточно, чтобы развеять страхи участников рынка. ФСФР России 17 сентября закрыла биржу на 2 дня, чтобы предотвратить волну панических распродаж на фоне опасения крупных потерь. Заявление Правительства о принятии масштабных мер в ответ на кризис привело к тому, что 19 сентября, в пятницу, рынок отыграл утраченные позиции, вернув все потери предыдущей недели.

#### **Третий этап: быстрое принятие масштабных ответных мер**

Обвал фондового рынка и явное ощущение того, что глобальный кризис перешел в стадию паники, подтолкнули Правительство России к принятию оперативных масштабных мер. Российские власти отказались от ранее принятого курса постепенного ужесточения кредитно-денежной политики и выделили значительные бюджетные средства на поддержку банковской системы и обеспечение ликвидности на финансовых рынках. С учетом смещения баланса рисков с инфляции в сторону банковской системы и реальной экономики первоначальные меры были в целом своевременными и целесообраз-

ными. Первый пакет антикризисных мер, объявленный 17 сентября, был нацелен на вливание ликвидности на финансовый рынок (табл. 2.2).

Поскольку некоторые из объявленных мер по повышению ликвидности не были сразу реализованы или не имели желаемого эффекта, ситуация с ликвидностью оставалась весьма напряженной. Особенно это касалось банков второго эшелона, а также предприятий с высокой долей заемных средств (в строительстве, розничной торговле, сельском хозяйстве). Например, средства господдержки, предоставленные крупным государственным банкам, не попали на низшие уровни банковской системы. В условиях сегментированного межбанковского рынка ликвидность не вышла за пределы крупных участников рынка, так как на рынке доминировали опасения относительно роста риска невыполнения обязательств контрагентами. При этом спрос на временное размещение средств федерального бюджета сохранялся на низком уровне, поскольку банки, которые отвечали требованиям для привлечения таких средств (преимущественно крупные банки), по-прежнему для обеспечения ликвидности прибегали к такому инструменту, как дневные аукционы прямого РЕПО.

Второй пакет антикризисных мер, объявленный 29 сентября и 14 октября, был нацелен на решение проблем, связанных с системными рисками банковского сектора (табл. 2.3). Организованные Правительством меры по спасению ряда банков предусматривали вливание капитала в общем объеме 5 млрд долл. США в Связь-Банк (2,5 млрд долл. США), Банк «Глобэкс» (2 млрд долл. США) и Собинбанк (0,5 млрд долл. США). Для укрепления доверия держателей банковских вкладов Российское правительство увеличило предельный размер компенсации по вкладам в банках до 700 тыс. руб. (около 28 тыс. долл. США), а также внесло дополнительные средства в уставный капитал Агентства по страхованию вкладов. Центральному банку было разрешено разместить 50 млрд долл. США на депозит во Внешэкономбанке в целях покрытия рисков рефинансирования краткосрочных внешних долговых обязательств отечественных финансовых и нефинансовых корпораций. Кроме того, Правительство объявило о плане предоставления долгосрочного финансирования в виде субординированных кредитов на общую сумму около 950 млрд руб. (35,4 млрд долл. США). Это долгосрочное финансирование в основном предназначено 3 государственным банкам — Сбербанку России,



Таблица 2.2. АНТИКРИЗИСНЫЕ МЕРЫ, ОБЪЯВЛЕННЫЕ В ПЕРИОД С 17 ПО 23 СЕНТЯБРЯ 2008 Г., И ИХ СТОИМОСТЬ

Меры государственной политики	Цели	Источник финансирования	Статус и механизм реализации	Стоимость (бюджетные, квазيبюджетные, денежные издержки)
<b>Меры кредитно-денежной политики</b>				
Увеличение объема средств, размещаемых на аукционах РЕПО	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Банк России	Выполнено немедленно	Денежный эффект: до 430 млрд руб.
Снижение резервных требований*	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Обязательные резервы, размещаемые в Банке России	Действует с 18 сентября	Денежный эффект: 300 млрд руб.
<b>Меры бюджетной политики</b>				
Снижение экспортной таможенной пошлины на сырую нефть**	Смягчение последствий снижения цен на нефть для нефтяных компаний	Выпадающие налоговые доходы	Действует с 1 октября	Бюджетные издержки: 140 млрд руб.
Увеличение периода рассрочки по уплате НДС начиная с октября	Предоставление дополнительной ликвидности компаниям частного сектора	Налоговая льгота	3-месячная рассрочка по уплате НДС начиная с октября	Квазибюджетные издержки: около 115 млрд руб. (3-месячная рассрочка)
Внесение бюджетных средств в уставный капитал Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК)	Капитализация АИЖК	Федеральный бюджет	Выполнено	Квазибюджетные издержки: 60 млрд руб.
Вливание ликвидности в 3 крупнейших банка, контролируемых государством	Предоставление ликвидности в Сбербанк России, Газпромбанк и ВТБ	Федеральный бюджет	Объявлено, но не выполнено	Квазибюджетные издержки: 60 млрд руб.
Временное размещение средств федерального бюджета на краткосрочные (3 месяца) банковские депозиты в выбранных банках	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Федеральный бюджет		Квазибюджетные издержки: до 1514 млрд руб.
Снижение размера обязательных отчислений банков в фонд страхования вкладов	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Агентство страхования вкладов	Снижение размера отчислений банков в фонд страхования вкладов***	
<b>Административные меры</b>				
Запрет на продажу акций без обеспечения	Ограничение значительных колебаний цен на фондовом рынке			
Временная остановка фондового рынка	Ограничение значительных колебаний цен на фондовом рынке			

\* По вкладам физических лиц — от 4 п. п. до 1,5%; по обязательствам перед банками-нерезидентами — на 4,5%; по другим обязательствам — на 2,0%.

\*\* От 495,9 до 372 долл. за тонну.

\*\*\* С 0,13 до 0,10% начиная с IV кв. 2008 г.

Источники: Экономическая экспертная группа, данные ежедневного мониторинга Всемирным банком макроэкономических и финансовых показателей.

ВТБ и Россельхозбанку, которые могут претендовать на сумму до 725 млрд руб.

Объявленные монетарные, бюджетные и квазибюджетные меры позволяют российским властям влиять на краткосрочные и долгосрочные процентные ставки. В связи с наличием прямого контроля как над краткосрочными, так и долгосрочными процентными ставками возникает важный вопрос, касающийся неопределенности, особенно если долгосрочные ставки не будут отражать рыночные ожидания относительно будущей траектории процентных ставок. Это может подорвать эффективность кредитно-денежной политики в среднесрочной перспективе, особенно с учетом возрастающей роли размера процентных ставок в борьбе с инфляцией в послекризисный период.

Однако на фоне дальнейшего снижения цен на нефть и паники на мировых

рынках воздействие второго пакета антикризисных мер на фондовые рынки оказалось ограниченным. В период с 29 сентября по 13 ноября индекс РТС упал еще на 48%, а цена на нефть — на 43%.

Правительство России 7 ноября объявило о новом плане, содержащем широкий набор мер экономической политики для снижения влияния кризиса на реальный сектор экономики. План включает 55 задач, классифицированных по 10 блокам, охватывающим широкий спектр секторов экономики, в том числе сельское хозяйство, обрабатывающие производства и сектор недвижимости. Несмотря на то что план включает примеры успешных мер экономической политики, такие как инструменты по поддержке малого и среднего бизнеса, в целом он является набором краткосрочных мер, которые четко не определены и потребуют дальнейшего ослабле-

ния денежно-кредитной и бюджетной политики. Кроме того, в плане содержится ряд протекционистских и административных мер, которые приведут к привилегированному положению отдельных участников рынка. Эти меры экономической политики, по всей видимости, примут более конкретную форму в ближайшие месяцы и будут скорректированы по мере развития кризиса в реальном секторе экономики.

### Последствия финансового кризиса: увеличение бюджетных расходов, ослабление денежно-кредитной политики и уровень бедности

Последствия глобального финансового кризиса в России будут ощущаться по нескольким направлениям. Окончательный исход будет зависеть от довольно неопре-



деленных перспектив развития глобальной экономики, в том числе от динамики цен на нефть и адекватности ответных мер. Вместе с тем ряд непосредственных эффектов можно оценить с некоторой степенью определенности.

Во-первых, имеет место эффект сокращения богатства в результате потерь российского фондового рынка в капитализации, составивших за короткий период с 19 мая по 7 ноября 2008 г. примерно 1 трлн долл. США (около 84% ВВП России за 2007 г.). По имеющимся данным, из этой суммы около 300 млрд долл.

США приходится на потери состоятельных российских граждан в связи со снижением стоимости принадлежащих им ценных бумаг. Остальную часть составляют потери крупных государственных нефтегазовых компаний и смежных предприятий, а также некоторые потери граждан среднего класса по принадлежащим им акциям компаний. Даже в таком случае эффект сокращения богатства достаточно велик и не может не сказаться на объеме совокупного потребления. Кроме того, существуют дополнительные проблемы, связанные с ужесточением условий для за-

имствований и снижением доступности кредитных ресурсов.

Во-вторых, глобальные и внутренние ограничения ликвидности приведут к ощутимому замедлению темпов экономического роста в России с сопутствующими потерями в уровне реальных доходов и занятости населения, а также ростом бедности. Приток инвестиций в IV кв. 2008 г. сократился вследствие увеличения стоимости заимствований и потенциальных проблем с доступностью кредитных средств, а также в результате роста неопределенности и влияния этих факторов

**Таблица 2.3. АНТИКРИЗИСНЫЕ МЕРЫ, ОБЪЯВЛЕННЫЕ 29 СЕНТЯБРЯ И 14 ОКТЯБРЯ 2008 Г., И ИХ СТОИМОСТЬ**

Меры государственной политики	Цели	Источник финансирования	Статус и механизм реализации	Стоимость (бюджетные, квазيبюджетные, денежные издержки)
<b>Кредитно-денежная политика</b>				
Банку России будет разрешено частично компенсировать убытки банка-кредитора в случае непогашения кредита финансовой организацией – получателем кредита	Предоставление ликвидности банковскому сектору, особенно банкам второго эшелона	Банк России	Временная мера до 31 декабря 2009 г.	Неопределенные квазибюджетные издержки
Дополнительное снижение резервных требований	Предоставление ликвидности банковскому сектору	Обязательные резервы, размещаемые в Банке России	Выполнено немедленно, действовало до начала 2009 г.	Денежный эффект: 100 млрд руб.
Банку России будет разрешено предоставлять (краткосрочные) кредиты без дополнительного обеспечения	Предоставление ликвидности банковскому сектору, особенно банкам второго эшелона	Банк России	Соответствующее законодательство принято	Неопределенные квазибюджетные издержки
Банк России разместит 50 млрд долл. на депозит в ВЭБ в целях замещения источников внешнего финансирования для организаций, которые не смогут рефинансировать существующий долг за рубежом	Снижение риска пролонгации краткосрочных внешних долговых обязательств отечественных финансовых и нефинансовых корпораций	Валютные резервы Банка России	Банк России разместит 50 млрд долл. на депозит в ВЭБ в целях замещения источников внешнего финансирования для организаций, которые не смогут рефинансировать существующий долг за рубежом	Квазибюджетные издержки: 1300 млрд руб. (51,18 млрд долл.)
Правительство РФ и Банк России предоставят средства в размере 950 млрд руб. (36 млрд долл.) в виде субординированных кредитов	Предоставление ликвидности банковскому сектору	500 млрд руб. – средства Банка России; 450 млрд руб. – депозиты Фонда национального благосостояния	Предоставление субординированных кредитов на срок до 2020 г. по ставке 8%: Сбербанку России – до 500 млрд руб., ВТБ – до 200 млрд руб., Россельхозбанку – до 25 млрд руб.	Квазибюджетные издержки: 950 млрд руб. (37,40 млрд долл.)
Введение ежедневных ограничений по операциям «валютный своп»	Ограничение спекулятивных операций в валюте		Ежедневно в 10 часов Банк России будет объявлять верхнее ограничение по операциям валютного свопа	Нет
<b>Бюджетная политика</b>				
Рекапитализация Агентства по страхованию вкладов	Повышение доверия к банковской системе	Федеральный бюджет		Квазибюджетные издержки: 200 млрд руб.
Поддержка финансовых рынков	Предоставление поддержки компаниям, акции которых торгуются на фондовом рынке	Федеральный бюджет и депозиты Фонда национального благосостояния, размещенные в ВЭБ	Использование средств государственного бюджета для приобретения акций и облигаций компаний; покупка активов будет осуществляться через ВЭБ	Квазибюджетные издержки: 175 млрд руб. в 2008 г.; 175 млрд руб. в 2009 г.; общая сумма – 350 млрд руб.
Рекапитализация ВЭБ	Укрепление банковской системы	Федеральный бюджет		Квазибюджетные издержки: 75 млрд руб.

Источники: Экономическая экспертная группа, сообщения Правительства России, данные ежедневного мониторинга Всемирным банком макроэкономических и финансовых показателей России.



на доверие со стороны отечественных и иностранных инвесторов. Повышение стоимости кредитов приведет к снижению потребительского спроса. Некоторые неторгуемые секторы, в частности строительство и торговля, особенно уязвимы к снижению совокупного спроса. По нашим оценкам, рост ВВП в 2009 г. составит около 3%. Для сравнения: предыдущие оценки уровня ВВП в 2009 г., опубликованные в середине 2008 г., составляли 6,5%. Относительно умеренное замедление роста ВВП в 2008 г. отражает тот факт, что на протяжении первых 3 кварталов 2008 г. российская экономика выросла на 7,7%, так что последствия кризиса в 2008 г. дали себя знать лишь в последнем квартале.

В-третьих, замедление темпов роста негативно скажется на уровне реальных доходов среднего класса и малоимущих граждан (см. врезку «Влияние финансового кризиса на бедность в России»). Тем самым к тому, что началось как финансовый кризис, добавляется человеческий аспект, а это требует оценки социальных последствий кризиса, а также разработки надлежащих мер государственной политики.

*В некоторой степени замедление экономического роста представляет собой желаемое охлаждение перегретой экономики, которое также будет способствовать снижению высокого уровня инфляции.*

Однако в результате значительного ослабления денежно-кредитной политики, вызванного необходимостью борьбы с кризисом ликвидности (одно только снижение резервных требований привело к вливанию в экономику дополнительных 400 млрд руб.), в 2009 г. инфляционное давление сохранится. Кроме того, одним из факторов дальнейшего повышения инфляции потребительских цен будет также некоторое ослабление рубля.

Несмотря на то что прямые бюджетные расходы на осуществление объявленных ответных мер управляемы, квазифискальные издержки существенно выше (табл. 2.4). Непосредственные бюджетные затраты на эти меры оцениваются всего лишь на уровне 190 млрд руб. (7,6 млрд долл. США, или около 0,58% ВВП России в 2007 г.), однако квазифискальные и потенциальные издержки могут составить около 4639 млрд руб. (185 млрд долл. США, или около 14,7% российского ВВП в 2007 г.). Эти дополнительные обязательства значительно сузили бюджетные возможности и затормозили реализацию многих важных инициатив. В этой связи следует особенно отметить планы по осуществлению масштабных капиталовложений в инфраструктуру, которые теперь могут быть урезаны или отложены. В самом

## ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА НА БЕДНОСТЬ В РОССИИ

*В результате активного экономического роста за последние 8 лет бедность в России сократилась. В 2000–2007 гг. реальный уровень ВВП на душу населения в среднем увеличился приблизительно на 7% в год. При этом доля бедного населения в общей численности населения снизилась с 29% в 2000 г. до 13,4% в 2007 г. Эти цифры означают, что за период с 2000 по 2007 г. около 30 млн человек, по-видимому, вышли из категории бедного населения.*

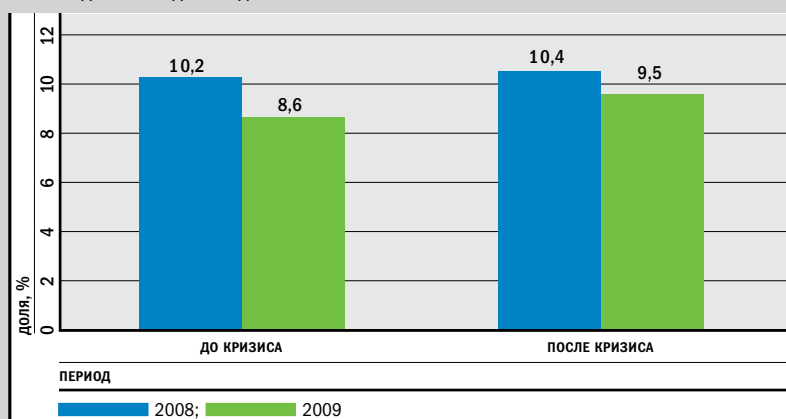
*Последствия финансового кризиса для бедного населения России вызывают тревогу. На рисунке представлены прогнозируемые последствия воздействия финансового кризиса на состояние бедного населения в России на основе оценок его численности, выполненных Росстатом. Прогноз будущих изменений в численности бедного населения строится на двух сценариях:*

1) докризисный сценарий, когда предполагается, что реальный уровень ВВП на душу населения растет на 6,8% в 2008 г. и на 6,5% в 2009 г.; 2) послекризисный сценарий, когда прогнозируется замедление темпов роста в результате финансового кризиса до 6,5% в 2008 г. и 3,5% в 2009 г.

Если бы высокие темпы роста, наблюдаемые в период с 2000 по 2007 г., сохранились и в следующие 2 года (докризисный сценарий), по нашим оценкам, доля бедных сократилась бы до 10,2% в 2008 г. и до 8,6% в 2009 г. Другими словами, доля бедного населения сократилась бы почти на 1/3 в период между 2007 и 2009 гг. Однако ожидаемое замедление роста, вызванное развивающимся финансовым кризисом, притормозит этот процесс. В рамках послекризисного сценария, который в настоящее время считается базовым, прогнозируемая доля бедного населения в 2009 г. увеличивается до 9,5% (см. рисунок). Более высокая доля бедного населения означает, что в 2007–2009 гг. примерно на 1,3 млн человек меньше покинет категорию бедных.

*Международный опыт и передовая практика свидетельствуют о том, что Правительство могло бы смягчить отрицательное воздействие финансового кризиса на бедное население. В условиях финансового кризиса становится более очевидной важность создания мощной системы социальной защиты и помощи, которую можно было бы наращивать в тяжелые времена. Самым главным видом социальных трансфертов в России является пенсия, при этом другие выплаты и льготы нестрахового характера в рамках социальной поддержки бедного населения невелики. Кроме того, расходы на соцзащиту в России в основном носят проциклический характер. При этом весьма низка адресность двух самых крупных программ, направленных на помощь бедным, — программы детских пособий и децентрализованных программ социальной поддержки. Таким образом, мы рекомендуем ряд мер для смягчения удара финансового кризиса по бедному населению, которые предлагаем осуществлять в следующей последовательности: 1) перенаправить средства, используемые в настоящее время для предоставления неадресных, регрессивных льгот, на реализацию адресных программ социальной помощи; 2) укрепить систему децентрализованных программ социальной поддержки посредством совершенствования их финансирования и повышения адресности используемых инструментов; 3) повысить адресность социальных программ, предназначенных для беднейших слоев населения, например программы детских пособий.*

ПРОГНОЗ ДИНАМИКИ ДОЛИ БЕДНОГО НАСЕЛЕНИЯ НА 2008 И 2009 ГГ.



Источник: оценки Всемирного банка.

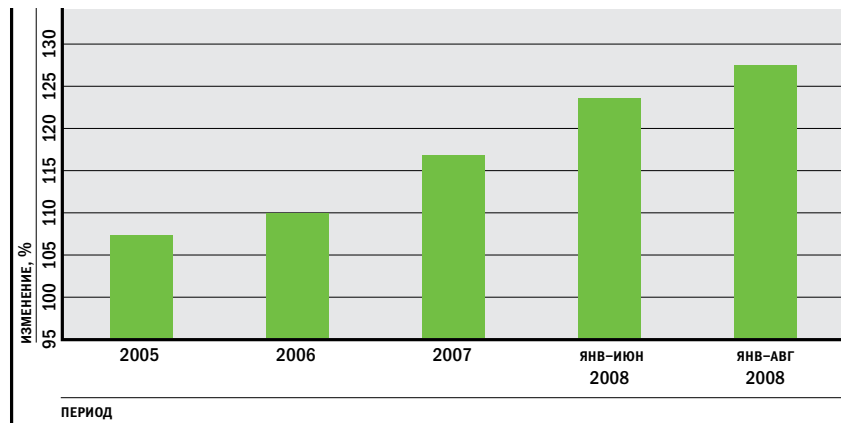


**Таблица 2.4. СОВОКУПНЫЕ ИЗДЕРЖКИ И ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ АНТИКРИЗИСНЫХ МЕР РОССИЙСКИХ ВЛАСТЕЙ**

Источник финансирования	Издержки, млрд руб.			Итого
	фискальные	квазифискальные	денежно-кредитные	
Федеральный бюджет	190	До 2,839	–	До 3,029
в том числе Фонд национального благосостояния	–	До 700	–	До 700
Банк России	–	До 1,800	830	До 2,630
<b>Итого, млрд руб.</b>	<b>190</b>	<b>До 4,639</b>	<b>830</b>	<b>До 5,659</b>
<b>Итого, млрд долл.</b>	<b>7,6</b>	<b>До 185</b>	<b>33</b>	<b>До 225,6</b>

Источник: оценки Всемирного банка.

**Рисунок 2.2. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЙ ОТНОШЕНИЯ ССУД К ДЕПОЗИТАМ В 2005–2008 ГГ.**



Источник: Банк России.

**Глобальный кризис негативно сказывается на России, однако Правительство приняло своевременный и всесторонний пакет ответных мер. Их прозрачность и эффективность являются ключевыми факторами для того, чтобы ответная экономическая политика помогла снизить негативное влияние кризиса на реальную экономику.**

худшем случае, если падение цен на нефть продолжится, стремясь к среднему многолетнему уровню в 30 долл. за баррель (пока большинство аналитиков не предусматривают такой возможности), в среднесрочные планы государственных расходов придется вносить существенные коррективы.

В результате кризиса изменится конфигурация российского банковского сектора, началась консолидация банков. Отношение ссуд к депозитам в российской банковской системе выросло приблизительно со 105% в 2005 г. до более 125% в первые месяцы 2008 г. (рис. 2.2),

что отражает повышение зависимости банков от зарубежных заимствований в качестве источника финансирования. Хотя этот агрегированный показатель высок, он не настолько значителен, как во многих странах СНГ, которые находятся в более уязвимом положении. Однако крупные внешние заимствования поставили в тяжелое положение мелкие и средние банки, которые при отсутствии альтернативных возможностей привлечения средств и рефинансирования не имеют других существенных и стабильных источников ресурсов (таких как депозиты). Крупные банки, включая частные, как

правило, более устойчивы и способны пережить финансовый кризис.

В целом некоторым банкам и компаниям, возможно, придется пересмотреть свои бизнес-модели. Банки, которые слишком полагались на внешние заимствования в качестве способа финансирования своих операций, должны будут пересмотреть свою бизнес-модель и по примеру компаний других стран переориентироваться на традиционный банковский бизнес и модель финансирования, предполагающую более стабильную и диверсифицированную депозитную/клиентскую базу. Кроме того, учитывая огромное количество требований о внесении дополнительного обеспечения по кредитам (*margin calls*), предъявляемых компаниям частного сектора, обеспеченным акциями, чья стоимость на рынке постоянно меняется, необходимо также пересмотреть стратегии корпоративного заимствования.

После продолжительного периода стремительного роста цен на рынке недвижимости за счет высокой ликвидности, в некоторых сегментах рынка началась корректировка. Особенно это относится к рынку недвижимости в Москве. Согласно данным *realestate.ru*, средняя цена 1 кв. м жилой площади в Москве увеличивалась на 35% ежегодно в период с 2004 г. по август 2008 г., когда цена достигла своего пика. В октябре 2008 г. цены упали на 5% по сравнению с предыдущим месяцем. Замедление роста в секторе недвижимости не будет ограничено только строительной отраслью, оно также будет иметь последствия для банковского сектора, который является источником ипотечных кредитов и кредитов, выданных под залог недвижимости.

Глобальный кризис негативно сказывается на России, однако Правительство приняло своевременный и всесторонний пакет ответных мер. Еще многое предстоит сделать для применения принятого пакета мер. Прозрачность и эффективность антикризисных мер являются ключевыми факторами для того, чтобы ответная экономическая политика помогла снизить негативное влияние кризиса на реальную экономику. Кроме того, Правительству необходимо задуматься и о более долгосрочных мерах экономической политики, связанных с повышением конкурентоспособности, диверсификацией экономики и стимулированием развития сектора малых и средних предприятий. Такие реформы наряду с модернизацией банковского сектора будут способствовать росту производительности и помогут России выйти из кризиса с более динамичной и здоровой экономикой. ■



Интервью с Председателем Комитета  
государственных заимствований города Москвы  
СЕРГЕЕМ ПАХОМОВЫМ

## «СПОСОБНОСТЬ ПРИВЛЕКАТЬ ЗАЙМЫ В ТРУДНОЙ СИТУАЦИИ СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ О СИЛЕ МОСКВЫ КАК ЭМИТЕНТА ДОЛГА»

14 января 2009 г. Москомзайм первым среди российских эмитентов вышел на рынок с размещением 59-го выпуска облигаций Москвы с погашением в марте 2010 г. Однако спрос на данные бумаги оказался незначительным: объем размещенных облигаций составил 1,4 млрд руб. при эмиссии в 15 млрд руб. Ставка доходности, заявленная эмитентом на уровне 10% годовых, в результате была повышена до 15%. О том, какие выводы можно сделать из проведенного размещения и какова будет стратегия Москомзайма при организации следующих аукционов по размещению, мы беседуем с Председателем Комитета государственных заимствований города Москвы Сергеем Пахомовым.

**Депозитариум:** Сергей Борисович, основная причина низкой инвестиционной активности в ходе аукциона по размещению 59-го выпуска облигаций Москвы ясна и уже не единожды проанализирована в СМИ — ею явилось ослабление курса рубля по отношению к бивалютной корзине, которое с начала года стало усугубляться. Почему Москва, понимая сложившуюся ситуацию, решила первой выйти на рынок? В чем Вы видели преимущества такого шага?

**С. П.:** Нас всех в текущем году ожидает период нестабильности на финансовых и долговых рынках. Я думаю, что если сидеть и ждать «благоприятной ситуации», ее просто можно и не дожидаться. Большой объем программы заимствований (54,2 млрд руб.) вынуждает нас действовать, не оглядываясь на рынок. Несмотря на крайне негативный внешний фон, нам удалось разместить в ходе 4 аукционов и доразмещения на вторичных торгах более 12,7 млрд руб. наших облигаций по номинальной стоимости. Как раз способность привлекать займы в очень трудной ситуации, отстаивать при этом приемлемый уровень доходности и будет

свидетельствовать о силе Москвы как эмитента долга.

**Депозитариум:** Какую стратегию избрет Москомзайм в случае дальнейшего низкого спроса на облигации?

**С. П.:** Стратегия уже избрана и известна, поскольку мы ожидаем низкий спрос на облигации в течение всего года. Это постоянное присутствие на рынке путем регулярного проведения аукционов и постоянного размещения в ходе вторичных торгов, размещения долга небольшими дозами, определения справедливой рыночной доходности, которая приемлема для инвесторов и для Москвы. Мы не можем нагружать московский бюджет ближайших лет чрезмерными расходами на обслуживание долга и не намерены резко повышать доходность по вновь размещаемым краткосрочным облигациям.

**Депозитариум:** На рынке облигаций продолжает расти число дефолтных и преддефолтных бумаг. Какие шаги, на Ваш взгляд, должно предпринять государство и регулирующие органы для оздоровления ситуации и защиты интересов инвесторов в случае банкротства эмитента?

**С. П.:** Необходимо приближать наше право к международным стандартам, в качестве которых на долговом рынке пока принимается английское право. Эмитентам следует смелее вводить ковенанты в документацию по займам, а регуляторам надо их к этому поощрять. Российское право, кстати, не запрещает ковенанты, но и не требует таковых. Эмитентам следует отказываться от выпуска облигаций с офертами, а инвесторам — воздерживаться от их покупки. Текущая ситуация доказала, что подобная конструкция облигационного выпуска усугубляет риски и для эмитента, и для инвесторов. Подавляющее большинство корпоративных и прочих дефолтов — дефолты по офертам, а кандидаты на дефолты — как раз те эмитенты, у которых с неизбежностью захода солнца приближается оферта, а рефинансирования нет, или цена его убийственна и лишь отдалает дефолт, делая его в то же время неотвратимым.

**Депозитариум:** Каковы, по Вашему мнению, основные риски для эмитентов при предстоящих размещениях?

**С. П.:** Главные риски — отсутствие спроса и заведомо высокая доходность, которую требуют по вновь размещаемым облигациям инвесторы. ■



**Дмитрий Соколов**

Заместитель начальника Управления развития регулирования на финансовом рынке ФСФР России

## ЧТО НАПИСАНО ПЕРОМ, ПОРА ВЫРУБИТЬ ЭДОМ!

**ПОСТРОЕНИЕ СИСТЕМЫ ЭЛЕКТРОННОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ — ЗАДАЧА НЕ ТОЛЬКО РЕГУЛИРУЮЩИХ ОРГАНОВ, НО И ВСЕХ ЕГО УЧАСТНИКОВ: УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ, НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ. ОСОБЕННО ВАЖНО, КОГДА ФОРМАТЫ ТАКОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ОДОБРЕНЫ ВСЕМИ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА. ДУМАЮ, ЛЮБЫЕ РАЗУМНЫЕ ИДЕИ ПОСТРОЕНИЯ ЭЛЕКТРОННОГО ДОКУМЕНТА БУДУТ ТОЛЬКО ПРИВЕТСТВОВАТЬСЯ, А ПРЕДСТАВИТЕЛИ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО СООБЩЕСТВА ПРЕДЛАГАЮТ ТАКИХ ИДЕЙ НЕМАЛО.**

Не станем останавливаться на принятых законодательных нормах, которым чуть более года назад обрадовались участники рынка коллективных инвестиций. Появился электронный документооборот — хоть и на бумаге, но все же появился! Отрасль коллективных инвестиций оказалась первой отраслью на российском финансовом рынке, которой предстояло столкнуться со всеми подводными камнями формирования электронного документооборота.

На этот вызов профессиональное сообщество откликнулось мгновенно: еще во время прохождения в Государственной думе проекта изменений в законы «Об инвестиционных фондах», «О негосударственных пенсионных фондах» и другие федеральные законы ПАРТАД создал рабочую группу по выработке форматов

электронного взаимодействия между участниками рынка коллективных инвестиций. Особенно хотелось бы отметить, что в данной рабочей группе активное участие приняли представители ведущих специализированных депозитариев и регистраторов отечественного финансового рынка.

Среди управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов идея «поработать» над совершенствованием взаимодействия на рыночном пространстве не нашла отклика. И это объяснимо: в специализированных депозитариях концентрируется вся учетная документация, они получают пачки первичных документов от контрагентов, создают для них целые архивы, направляют отчеты и уведомления в ФСФР России, а у регистраторов оседает множество документов распоря-

дительного и отчетного характера, связанных с перемещением прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов. «ЭДО нужен им больше, чем нам, а мы лучше будем управлять и инвестировать», — примерно так мыслит сообщество управляющих компаний и пенсионных фондов.

Но все же работа группы проходила очень продуктивно, и к вступлению в силу 12 декабря 2008 г. изменений в федеральные законы «Об инвестиционных фондах» и «О негосударственных пенсионных фондах» был подготовлен 61 формат электронного документа. Коснулись они не только отношений между инвестором и участниками рынка, а также между самими профучастниками, но и отношений с ФСФР России, связанных с направлением отчетности и различных уведомлений.

КЛАССИФИКАЦИЯ ЭЛЕКТРОННЫХ ДОКУМЕНТОВ НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ (НА КОНЕЦ 2008 Г.)

№	Что направляется	От кого кому направляется	Когда направляется	На основании чего направляется			
<b>I. Документы системы ведения реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ</b>							
1.	Заявление на открытие счета/изменение реквизитов счета	Инвестор – регистратору, инвестор – агенту по выдаче, обмену и погашению паев	При необходимости	Положение о порядке ведения реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, утвержденное Приказом ФСФР России от 15 апреля 2008 г. № 08-17/пз-н			
2.	Заявление на закрытие лицевого счета	Инвестор – регистратору					
3.	Анкета зарегистрированного лица	Инвестор – регистратору, инвестор – агенту по выдаче, обмену и погашению паев	При необходимости, но всегда с заявлением на открытие лицевого счета				
4.	Передачное распоряжение	Инвесторы, передающие или получающие инвестиционные паи, – регистратору или номинальному держателю	При необходимости				
5.	Заявка на приобретение инвестиционных паев	Инвестор – управляющей компании, инвестор – агенту по выдаче, обмену и погашению паев	При необходимости	Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» и Типовые правила доверительного управления открытым, интервальным или закрытым ПИФ, утверждаемые постановлениями Правительства Российской Федерации			
6.	Заявка на погашение инвестиционных паев						
7.	Заявка на обмен инвестиционных паев						
8.	Сведения о платеже (платежах)	Инвестор – управляющей компании, инвестор – агенту по выдаче, обмену и погашению паев	При необходимости, но всегда с заявками, указанными в пп. 5–7	Типовые правила доверительного управления открытым, интервальным или закрытым ПИФ, утверждаемые постановлениями Правительства Российской Федерации			
9.	Сведения о стоимости чистых активов и расчетной стоимости пая	Специализированный регистратор – заинтересованным лицам	При необходимости, на основании правил ведения реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ	Положение о порядке ведения реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, утвержденное Приказом ФСФР России от 15 апреля 2008 г. № 08-17/пз-н			
<b>II. Депозитарные поручения</b>							
10.	Поручение на зачисление	Инвестор – депозитарию, депозитарий – депозитарию	При необходимости, на основании условий осуществления депозитарной деятельности (Клиентского регламента депозитария)	Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 16 октября 1997 г. № 36, депозитарный договор			
11.	Поручение на списание						
12.	Сводное депозитарное поручение						
<b>III. Документы для осуществления спецдепозитарной деятельности</b>							
13.	Уведомление о выявлении/об устранении/о неустранении нарушения (несоответствия)	Специализированный депозитарий – ФСФР России	В течение 3 дней со дня выявления – для АИФ и ПИФ, не позднее следующего дня со дня выявления – для НПФ, не позднее следующего дня со дня устранения (неустранения)	Положение о деятельности специализированных депозитариев, АИФ, ПИФ и НПФ, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 10 февраля 2004 г. № 04-3/пс			
14.	Сведения о стоимости чистых активов и расчетной стоимости одного инвестиционного пая по всем ПИФ, обслуживаемым в специализированном депозитарии		Ежедневно				
15.	Выписка по расчетному счету	Управляющая компания, негосударственный пенсионный фонд – специализированному депозитарию	В срок, обусловленный регламентом специализированного депозитария				
16.	Договор купли-продажи						
17.	Платежное поручение						
18.	Акт приема-передачи						
19.	Счет (счет-фактура)						
20.	Отчет брокера об операциях	Брокер – управляющей компании, управляющая компания – специализированному депозитарию					
21.	Отчет брокера об операциях. Версия 2						
22.	Отчет брокера о внебиржевых операциях						
23.	Запрос на согласие специализированного депозитария на распоряжение имуществом (на совершение сделки)	Управляющая компания – специализированному депозитарию					
24.	Ответ специализированного депозитария на запрос о согласии на распоряжение имуществом (на совершение сделки)	Специализированный депозитарий – управляющей компании					
25.	Справка о стоимости активов ПИФ	Управляющая компания – ФСФР России, управляющая компания – специализированному депозитарию	Ежемесячно или ежегодно – для ФСФР России или в иной срок, обусловленный регламентом специализированного депозитария	Положение об отчетности АИФ и отчетности управляющей компании ПИФ, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 22 октября 2003 г. № 03-41/пс, Положение о порядке и сроках определения стоимости чистых активов АИФ, стоимости чистых активов ПИФ, расчетной стоимости инвестиционных паев ПИФ, а также стоимости чистых активов АИФ в расчете на одну акцию, утвержденное Приказом ФСФР России от 15 июня 2005 г. № 05-21/пз-н			
26.	Справка о стоимости чистых активов ПИФ						
27.	Отчет об изменении стоимости чистых активов ПИФ						
28.	Сведения об изменении стоимости чистых активов ПИФ						
29.	Отчет о владельцах акций АИФ и инвестиционных паев ПИФ						
30.	Отчет о вознаграждении управляющей компании ПИФ и расходах, связанных с доверительным управлением ПИФ						
31.	Отчет о приросте (об уменьшении) стоимости имущества ПИФ						
32.	Баланс имущества ПИФ						
33.	Расчет совокупной рыночной стоимости пенсионных резервов НПФ				НПФ – специализированному депозитарию	В срок, обусловленный регламентом специализированного депозитария, но не позднее 3 рабочих дней с даты определения	Правила размещения средств пенсионных резервов НПФ и контроля за их размещением, утвержденные Постановлением Правительства Российской Федерации от 1 февраля 2007 г. № 63
34.	Расчет рыночной стоимости активов в целях определения их доли в пенсионных резервах НПФ						





## Продолжение таблицы

№	Что направляется	От кого кому направляется	Когда направляется	На основании чего направляется
35.	Расчет стоимости чистых активов НПФ (накопления)	Управляющая компания – специализированному депозитарию, специализированный депозитарий – ФСФР России	В срок, обусловленный регламентом специализированного депозитария	Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах», Типовая форма договора об оказании специализированным депозитарием услуг НПФ, осуществляющему деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию, утвержденная Постановлением Правительства Российской Федерации от 9 февраля 2005 г. № 65
36.	Расчет рыночной стоимости активов, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений НПФ			
37.	Годовой план перечислений средств пенсионных накоплений для выплат накопительной части трудовой пенсии	НПФ – специализированному депозитарию	В срок, обусловленный регламентом специализированного депозитария	Типовая форма договора об оказании специализированным депозитарием услуг НПФ, осуществляющему деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию, утвержденная Постановлением Правительства Российской Федерации от 9 февраля 2005 г. № 65
38.	Информация о структуре и составе акционеров (участников) специализированного депозитария (управляющей компании)	Управляющая компания, специализированный депозитарий – ФСФР России	В течение 10 дней с даты изменения состава и/или структуры акционеров (участников) или в течение 30 дней с даты заключения договора с НПФ	Положение о порядке и сроках раскрытия информации о составе и структуре акционеров (участников) управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление средствами пенсионных накоплений на основании договора с НПФ, утвержденное Приказом ФСФР России от 19 июля 2007 г. № 07-83/пз-н (07-84/пз-н – аналогичный приказ по спецдепозитариям)
39.	Отчет об операциях, видах и рыночной стоимости ценных бумаг НПФ	Специализированный депозитарий – НПФ, управляющей компании и ФСФР России	Ежемесячно	Типовая форма договора об оказании специализированным депозитарием услуг НПФ, осуществляющему деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию, утвержденная Постановлением Правительства Российской Федерации от 9 февраля 2005 г. № 65
40.	Отчет об операциях, видах и рыночной стоимости ценных бумаг, составляющих инвестиционный портфель управляющей компании			
41.	Справка о несоблюдении требований к составу и структуре активов	Внутренние документы специализированного депозитария	В срок, обусловленный регламентом специализированного депозитария	–
42.	Отчет о финансовой деятельности			
43.	Отчет о самостоятельном размещении пенсионных резервов			
44.	Отчет о размещении пенсионных резервов по договору доверительного управления			
45.	Отчет о размещении пенсионных резервов			
46.	Отчет о доходах от инвестирования ПН НПФ			
47.	Журнал учета средств пенсионных накоплений, перечисленных из НПФ в управляющие компании, и средств, выведенных из управления, на последнюю дату отчетного месяца			
48.	Журнал учета уведомлений о выявлении (о неустранении, устранении) нарушений (несоответствия)			
49.	Отчет о работе филиалов фонда	НПФ	–	
50.	Отчет о возможности выдачи инвестиционных паев	Регистратор	–	
<b>IV. Отчетные документы по лицевым счетам и счетам депо</b>				
51.	Запрос на предоставление информации о владельцах паев паевых фондов (зарегистрированных в реестре лицах)	Заинтересованные лица – регистратору	При необходимости	–
52.	Распоряжение на предоставление информации	Управляющая компания – регистратору	При необходимости	
53.	Выписка по лицевому счету/выписка по счету депо	Регистратор, депозитарий, специализированный депозитарий – заинтересованным лицам	При необходимости, в соответствии с внутренними документами предоставляющей стороны	Положение о порядке ведения реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, утвержденное Приказом ФСФР России от 15 апреля 2008 г. № 08-17/пз-н, Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 16 октября 1997 г. № 36
54.	Выписка по счету депо с указанием мест хранения ценных бумаг	Депозитарий, специализированный депозитарий – заинтересованным лицам	При необходимости, в соответствии с внутренними документами предоставляющей стороны	Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 16 октября 1997 г. № 36
55.	Отчет об операции по счету депо	Депозитарий, специализированный депозитарий – заинтересованным лицам		

№	Что направляется	От кого кому направляется	Когда направляется	На основании чего направляется
56.	Список лиц (владельцев/зарегистрированных лиц) ПИФ	Регистратор – заинтересованным лицам	При необходимости, в соответствии с правилами ведения реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ	Положение о порядке ведения реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, утвержденное Приказом ФСФР России от 15 апреля 2008 г. № 08-17/пз-н
57.	Уведомление о проведенной операции в реестре владельцев инвестиционных паев ПИФ	Регистратор – инвестору, управляющей компании и в определенных случаях специализированному депозитарию	В течение 1 дня после внесения записи по лицевому счету	
58.	Уведомление об открытии (изменении данных) лицевого счета	Регистратор – инвестору, управляющей компании	В течение 1 дня после внесения записи по лицевому счету	
59.	Уведомление об отказе во внесении записи в реестр владельцев ИП ПИФ	Регистратор – инвестору, управляющей компании	В течение срока, установленного нормативным актом	
60.	Справка о движении ценных бумаг	Регистратор, депозитарий, специализированный депозитарий – заинтересованным лицам	При необходимости, в соответствии с внутренними документами предоставляющей стороны	
<b>V. Технические документы</b>				
61.	Служебное сообщение об обработке документа	–	–	–

Проблеме вывода из обращения бумажных документов во многих государственных органах власти не уделяется должное внимание. Бумажный документ продолжает влиять на многие отношения в нашей жизни, потому что содержит подписи, печати, резолюции. Пока отсутствует понимание того, как поставить подпись на электронный документ, – это очень рискованно: вдруг она куда-нибудь исчезнет, что-то не сработает. Сегодня ФСФР России остается единственным органом, которому в силу обстоятельств, продиктованных требованиями федерального законодательства об инвестиционных фондах, предстояло столкнуться с теми подводными камнями, о которых упоминалось выше. Необходимо было понять: что, от кого кому, когда и на основании чего должно направляться.

С начала совместной работы представителей ПАРТАД, ФСФР России, специализированных депозитариев и регистраторов была намечена основная цель – выявить все документы, которыми обмениваются участники рынка в своей повседневной деятельности, извлечь их от бумажного носителя и перевести на электронный формат. Документы разделены на 5 групп в зависимости от деятельности и нормативных актов, устанавливающих требования к документам для ее осуществления. Классификация электронных документов на конец 2008 г. представлена в таблице.

Указанные документы охватывают практически все отношения между участниками рынка коллективных инвестиций по паевым инвестиционным фондам и негосударственным пенсионным фондам. Однако пока утвержденные Советом директоров ПАРТАД и одобренные ФСФР России в конце 2008 г. форматы не со-

держат в себе форм отчетности по инвестированию накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, отчетов по такой малоизвестной сфере деятельности управляющих компаний и специализированных депозитариев, как ипотечные ценные бумаги. Все эти отчеты еще предстоит разработать и представить для использования участникам соответствующих отношений.

Если рассматривать развитие ЭДО на ближайшее десятилетие, то некоторые конкретные цели уже намечены в утвержденной в конце прошлого года Правительством Российской Федерации Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г.:

1. «... Федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков должен обладать правом определять основные требования к электронным форматам деятельности и стандартам электронного документооборота на организованном рынке».

2. «... Требуется предпринять шаги, связанные с повышением прозрачности деятельности регистраторов и депозитариев, исключением их участия в корпоративных конфликтах, особенно в пользу своих акционеров, а также обеспечением стимулирования их перехода на электронный документооборот между собой, с клиентами и федеральным органом исполнительной власти в сфере финансовых рынков путем корректировки лицензионных требований и условий».

3. «... Также в надзорных целях потребуются: создать условия для скорейшего перехода на предоставление всеми участниками финансового рынка отчетности в электронном виде, установить требования к программному обеспечению, использу-

тому участниками финансового рынка. Эта мера позволит существенно снизить расходы, увеличить эффективность функционирования рыночных институтов, обмена информацией и совершения операций на рынке ценных бумаг».

Некоторые из намеченных мер уже начинают выполняться: созданы форматы электронной отчетности для управляющих компаний, специализированных депозитариев и негосударственных пенсионных фондов; подготовлены изменения в нормативные акты ФСФР России, касающиеся корректировки лицензионных требований и условий осуществления депозитарной деятельности и деятельности по ведению реестра ценных бумаг, и т. д.

В конце 2008 г. ФСФР России утвердила ряд изменений к действующим нормативным правовым актам, касающихся практической реализации требований федерального законодательства Российской Федерации по предоставлению в ФСФР России электронной отчетности профессиональными участниками рынка ценных бумаг, управляющими компаниями, специализированными депозитариями и пенсионными фондами.

В заключение хотелось бы выразить надежду на то, что заданный положительный вектор развития ЭДО на рынке коллективных инвестиций пройдет в скором времени и через формирование отношений между всеми операторами финансового рынка и его расчетной инфраструктурой, затронет участников товарно-биржевого рынка (биржевых брокеров и посредников, товарных бирж и т. д.), тем более что ЭДО вполне можно назвать одним из приоритетных направлений государственной политики по развитию отечественного финансового рынка. ■





Владимир Лукоянов  
Заместитель начальника управления ЗАО «ОДК»

## ХИМЕРЫ И МИФЫ ЭЛЕКТРОННОГО ДОКУМЕНТООБОРОТА НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

В последние годы значительный объем инвестиций (по некоторым оценкам, более 0,5 млрд руб.) был направлен на развитие информационно-коммуникационных технологий. Сегодня почти все федеральные структуры обеспечены современными компьютерами, подключены к Интернету, имеют сформированные базы данных. Однако электронный документооборот внутри и между министерствами и ведомствами до сих пор в полной мере не налажен. А простые граждане все еще не имеют возможности в необходимом объеме воспользоваться государственными и муниципальными услугами посредством информационно-коммуникационных технологий.

12 февраля 2009 г. состоялось первое заседание Совета по развитию информационного общества в России, на котором выступил Президент Российской Федерации Дмитрий Медведев. Говоря о развитии электронного правительства, он назвал электронный документооборот «химерой» и подчеркнул, что сегодня «документооборот как велся, так и ведется на бумаге, а компьютеры в основном используются сами знаете для чего: по сути, это пишущие машинки»<sup>1</sup>.

Причин такого положения дел в области электронного документооборота (ЭДО) несколько, и главные из них — недоста-

точная законодательная база ЭДО, отсутствие современных систем планирования, финансовой и управленческой отчетности.

А как обстоят дела с ЭДО на рынке коллективных инвестиций (РКИ)? Конец 2008 г. для РКИ ознаменовался вступлением в действие норм Федерального закона от 6 декабря 2007 г. № 334-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — нормы Закона), согласно которым участники РКИ обязаны использовать для информационного вза-

имодействия документы, в которых информация представлена в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью, т. е. электронные документы (ЭД). Эти нормы Закона наделали много шума и даже вызвали панические настроения у некоторых участников РКИ, привлекли пристальное внимание к ЭДО других участников финансового рынка, саморегулируемых организаций и разработчиков программного обеспечения. Участники РКИ разделились на два лагеря. Одни из них — оптимисты — полагали, что после вступления в силу норм Закона на РКИ появится некая система электрон-

<sup>1</sup> Вступительное слово на заседании Совета по развитию информационного общества в России, 12 февраля 2009 г., Москва, Кремль // [www.kremlin.ru/](http://www.kremlin.ru/).



ного документооборота (СЭД), которая позволит всем участникам РКИ использовать электронные документы, в том числе предоставлять в электронной форме отчетность в ФСФР России. Другие — пессимисты — утверждали, что никакой СЭД в обозримом будущем на РКИ не появится, нормы Закона невозможно выполнить и срок их введения в действие следует перенести. Первые с надеждой, а вторые с ужасом ждали декабря 2008 г.

Наступил 2009 г. Что изменилось на РКИ с момента вступления в действие норм Закона в части использования электронных документов? Те участники РКИ, которые хотели выполнить нормы Закона, перешли на использование электронных документов, а те, которые не нашли в себе сил, желания и возможностей, продолжают использовать документы на бумажном носителе. Никакой глобальной СЭД в масштабах РКИ не появилось, отчетность в электронной форме в ФСФР России по-прежнему передают только те участники РКИ, которые используют СЭД ЗАО «ОДК». К тому же участники РКИ, которые планировали использовать электронные документы после вступления в действие норм Закона, убедившись, что на РКИ ничего страшного не произошло и не применяются меры воздействия за невыполнение норм Закона, продолжают по сей день осуществлять обмен документами на бумажном носителе.

Справедливости ради следует отметить, что на РКИ электронные документы уже используются более 5 лет, а уровень автоматизации СЭД, действующих на РКИ, качество и полнота предоставляемых участникам РКИ услуг ЭДО лучше по сравнению с другими рынками и государственными органами. Достигнутый уровень ЭДО на РКИ во многом является результатом целенаправленной и плодотворной работы ФСФР России по созданию нормативного правового обеспечения ЭДО. Примером тому служат Приказ ФСФР России от 16 декабря 2008 г. № 08-57/пз-н «О внесении изменений в Приказ ФСФР России от 1 сентября 2004 г. № 04-442/пз-н «О предоставлении в Федеральную службу по финансовым рынкам электронных документов с электронной цифровой подписью» и Приказ ФСФР России от 25 декабря 2008 г. № 08-234/пз «О внесении изменений в Приказ ФСФР России от 10 ноября 2004 г. № 04-910/пз «Об удостоверяющих центрах»».

К сожалению, несмотря на все достижения в области ЭДО, пока не удается справиться со всеми «химерами». Причиной их живучести является также субъективно отрицательное отношение отдельных участников РКИ к практическому использованию электронных документов. Дело в том, что организация и осуществление ЭДО требует специальных знаний программного, технического, криптографического, информационного, организационного, правового и других видов обеспечения ЭДО. Именно этих знаний в настоящее время не хватает некоторым участникам РКИ, что и порождает заблуждения, страхи и мифы, которые они пытаются спрятать под маской несостоятельных теоретически и вредных практически аргументов. Эти аргументы призваны, по мнению участников РКИ, обосновать невозможность использовать в настоящее время электронные документы и, следовательно, выполнить в полном объеме нормы Закона.

Рассмотрим некоторые мифы, порожденные «химерами» ЭДО.

### **МИФ ПЕРВЫЙ: ПЕРЕХОД НА ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЭЛЕКТРОННЫХ ДОКУМЕНТОВ ТРЕБУЕТ ЗНАЧИТЕЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ И ЗАТРАТ ВРЕМЕНИ**

Данный миф основан на утверждении, что создание СЭД, в которой должен осуществляться ЭДО, требует значительных финансовых затрат и длительного времени. И это действительно так. Создание силами участника РКИ полнофункциональной СЭД для подключения до 200 участников СЭД и использования для ЭДО более 100 различных форм электронных документов в среднем занимает 2–3 года и требует около 6–8 млн руб. Очевидно, что такие затраты на создание СЭД неприемлемы для большинства участников РКИ. Отсюда делается вывод о невозможности в настоящее время использовать электронные документы. Однако при этом забываются или не учитываются другие способы перехода на использование электронных документов, среди которых самый простой и наименее затратный — присоединение к одной из существующих на РКИ СЭД.

Выбор для присоединения СЭД, конечно, не простая задача. Одним из основных требований к выбору СЭД является полнота, качество и стоимость предоставления участнику СЭД услуг ЭДО<sup>2</sup>.

Важное достоинство присоединения участника РКИ к СЭД — низкая стоимость внедрения ЭДО. Так, например, минимальная стоимость подключения к СЭД ЗАО «ОДК» составляет всего 2400 руб., включая предоставление участнику СЭД сертификата ключа подписи. При этом программное обеспечение СЭД, средства криптографической защиты информации и транспорт для обмена электронными документами ЗАО «ОДК» предоставляет участнику СЭД бесплатно.

### **МИФ ВТОРОЙ: ДЛЯ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ЮРИДИЧЕСКИ ЗНАЧИМОГО ЭДО ДОСТАТОЧНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ЭЛЕКТРОННУЮ ЦИФРОВУЮ ПОДПИСЬ**

Этот миф основан на недостаточно глубоком знании законодательства Российской Федерации об использовании электронных документов и электронной цифровой подписи (ЭЦП). На РКИ до сих пор бытует мнение, что если участник РКИ приобрел некоторое средство криптографической защиты информации (СКЗИ), позволяющее подписать электронный документ ЭЦП, то с этим документом можно прийти в суд и доказать авторство документа и его подлинность.

Действительность же такова, что ЭЦП в соответствии с Федеральным законом от 10 января 2002 г. № 1-ФЗ «Об электронной цифровой подписи» (далее — Закон об ЭЦП) является лишь одним из реквизитов электронного документа и сама по себе не имеет никакой юридической силы. Юридическая сила электронного документа — это свойство документа, сообщаемое ему законодательством Российской Федерации, компетенцией издавшего его органа и установленным порядком оформления и передачи. Электронный документ приобретает юридическую силу, если он влечет правовые последствия для сторон ЭДО. Закон об ЭЦП определяет основные требования к процедуре придания электронному документу юридической силы, в том числе устанавливает условия признания равнозначности ЭЦП собственноручной подписи в документе на бумажном носителе. Однако Закон об ЭЦП не регулирует другие аспекты придания электронному документу юридической силы, в том числе не определяет компетенцию уполномоченных лиц участника РКИ, сформировавших и подписавших электронный документ

<sup>2</sup> Подробнее о методических рекомендациях по выбору СЭД см.: Лукоянов В., Устинова Н. Как нам реорганизовать электронный документооборот на рынке коллективных инвестиций // РЦБ. 2008. № 15.



ЭЦП, а также порядок его оформления и передачи. В этом случае, согласно Гражданскому кодексу РФ, все, что не регламентируется законодательно, должно регулироваться соглашениями между сторонами ЭДО.

В соответствии с законодательством Российской Федерации, иными нормативными правовыми актами, чтобы электронный документ имел юридическую силу, недостаточно его подписать ЭЦП с использованием СКЗИ. Участнику РКИ необходимо также заключить с каждой стороной ЭДО соглашение на бумажном носителе, в котором в качестве его существенных условий должны быть указаны условия признания электронных документов равнозначными документам на бумажном носителе, полномочия должностных лиц сторон ЭДО по подписанию электронных документов ЭЦП, перечень и форматы документов, порядок их формирования и передачи по каналам связи, а также процедура разрешения спорных ситуаций, связанных с использованием электронных документов. Следует особо отметить, что в случае согласия сторон ЭДО об использовании электронных документов с ЭЦП действия сторон в процессе осуществления ЭДО подпадают под действие Закона об ЭЦП.

В СЭД ЗАО «ОДК» отношения сторон ЭДО — участников СЭД регулируются договором об электронном документообороте, который фактически является договором о присоединении к СЭД. Неотъемлемой частью договора являются Правила электронного документооборота, единые для всех участников СЭД. Правила ЭДО устанавливают порядок формирования ЭД, использования ЭЦП и шифрования, передачи и приема ЭД, обработки ЭД, признания ЭД равнозначными документам на бумажном носителе, разрешения спорных ситуаций и др. Оформление отношений сторон ЭДО посредством договора об электронном документообороте позволяет участникам РКИ осуществлять в СЭД ЗАО «ОДК» юридически значимый электронный документооборот.

### **МИФ ТРЕТИЙ: ДЛЯ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ЭДО ДОСТАТОЧНО ЗАКЛЮЧИТЬ СОГЛАШЕНИЕ С УДОСТОВЕРЯЮЩИМ ЦЕНТРОМ**

Данный миф возник вследствие незнания современных технологий электронного документооборота и законодательства Российской Федерации. В случае использования электронных доку-

ментов Закон об ЭЦП устанавливает необходимость обращения сторон ЭДО в удостоверяющий центр (УЦ) для получения сертификатов ключей подписи, а также иных услуг УЦ, предусмотренных Законом об ЭЦП. УЦ должно быть юридическим лицом или подразделением юридического лица, требования к которому и его функции определены Законом об ЭЦП. Корпоративный УЦ может также осуществлять иные не запрещенные законодательством Российской Федерации функции.

Положение о предоставлении в ФСФР России электронных документов с электронной цифровой подписью, утвержденное Приказом ФСФР России от 1 сентября 2004 г. № 04-442/пз-н в редакции Приказа ФСФР России от 16 декабря 2008 г. № 08-57/пз-н (далее — Положение), устанавливает, что сертификат ключа подписи выдается УЦ, с которым ФСФР России заключает соответствующее соглашение. Перечень УЦ, которые могут выдавать сертификаты ключей подписи участникам РКИ для обеспечения ЭДО с ФСФР России, определен Приказом ФСФР России от 10 ноября 2004 г. № 04-910/пз «Об удостоверяющих центрах» в редакции Приказа ФСФР России от 25 декабря 2008 г. № 08-234/пз (далее — Приказ).

Каждый участник РКИ, использующий ЭД, обязан заключить соответствующее соглашение с одним или несколькими УЦ, причем хотя бы один из них должен быть из перечня УЦ, определенных Приказом. Заключив такое соглашение, участник РКИ получает в УЦ сертификаты ключей подписей, а при необходимости — ключи электронных цифровых подписей (ключи ЭЦП и шифрования). Ключ ЭЦП позволяет создать ЭЦП ЭД, а сертификат ключа подписи — проверить подлинность ЭЦП ЭД. Но этого совершенно недостаточно для осуществления юридически значимого ЭДО (см. Миф второй).

Стороны ЭДО также должны заключить соответствующее соглашение между собой, а при необходимости и с организатором СЭД. Организатор СЭД — юридическое лицо или подразделение юридического лица, которое осуществляет эксплуатацию СЭД и обеспечивает ЭДО участникам СЭД, которые заключили с ним соответствующее соглашение. Организатор СЭД должен отвечать следующим требованиям:

- обладать необходимыми материальными и финансовыми возможностями, позволяющими нести гражданскую ответственность перед участниками СЭД за убытки, которые могут быть понесены ими вследствие виновных действий организатора СЭД;

- иметь необходимые лицензии в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о лицензировании отдельных видов деятельности;

- иметь материально-техническую базу и квалифицированный персонал, позволяющий выполнять функции организатора СЭД;

- обладать правами на объекты интеллектуальной собственности — программы для ЭВМ и базы данных, которые используются для осуществления ЭДО и передаются участникам СЭД хотя бы во временное пользование;

- иметь телекоммуникационную инфраструктуру, которая обеспечивает обмен ЭД по телекоммуникационным каналам связи и содержит в своем составе средства доступа к ресурсам сетей общего пользования.

Всем указанным выше требованиям полностью удовлетворяет ЗАО «ОДК» как организатор СЭД. ЗАО «ОДК» в рамках соглашения с участником СЭД выполняет следующие основные функции:

- предоставляет участнику СЭД во временное пользование на период действия договора об ЭДО программное обеспечение СЭД и СКЗИ;

- осуществляет по принципу 24 • 7 (круглосуточно ежедневно) техническую поддержку участника СЭД и сопровождающее программное обеспечение и СКЗИ;
- обеспечивает выполнение требований законодательства Российской Федерации к организации юридически значимого электронного документооборота, защите информации и персональных данных в СЭД;

- поддерживает форматы электронных документов, в том числе предназначенные для предоставления отчетности в ФСФР России;

- обеспечивает автоматическое обновление справочников баз данных и сертификатов ключей подписи участника СЭД;

- предоставляет возможность проверки подлинности электронных документов, подписанных ЭЦП несколькими владельцами ключей ЭЦП разных участников СЭД;

- обеспечивает различные способы передачи электронных документов: передача напрямую от участника СЭД ЗАО «ОДК», передача с использованием процедур транзита, как с контролем содержания документа ЗАО «ОДК», так и без контроля содержания;

- обеспечивает возможность импорта/экспорта электронных документов в информационные системы участника СЭД в форматах *.xml*, *.xls*, *.txt*, *.rtf*, *.dbf*;

- осуществляет мониторинг документооборота участника СЭД и передачу уведомлений о получении и приеме/отказе в приеме электронных документов;

- осуществляет в автоматическом режиме проверку соответствия принятых и отправленных участником СЭД электронных документов описям документов в форме ЭД, рассылаемых ежедневно ЗАО «ОДК», а также автоматическое формирование при необходимости запросов на повторную отправку полученных ЭД.

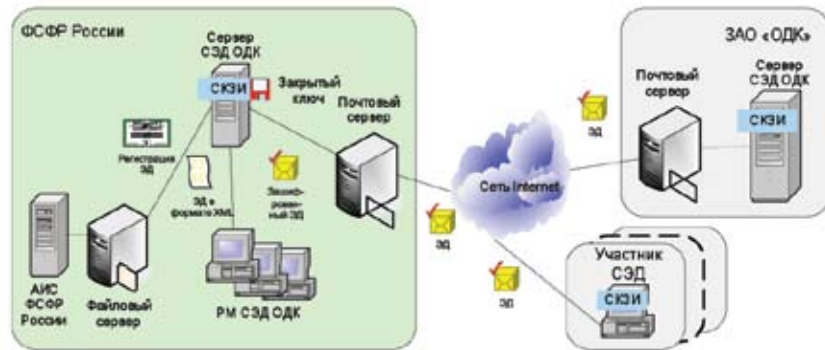
Организатор СЭД может также предоставлять участнику СЭД услуги удостоверяющего центра в соответствии с Законом об ЭЦП<sup>3</sup>.

Следует отметить, что если между сторонами ЭДО возник спор в связи с использованием электронных документов, а стороны ЭДО не заключили соглашение об условиях обмена ими или в заключенном соглашении отсутствуют порядок придания ЭД юридической силы, согласие сторон использовать сертификаты ключей подписи определенного УЦ или процедура разрешения конфликтных ситуаций, связанных с использованием ЭД, то арбитражный суд не примет к рассмотрению в качестве доказательства спорные ЭД.

Организатор СЭД может предоставлять участникам СЭД возможность обмена ЭД между собой с использованием процедур транзита. В этом случае стороны ЭДО должны также заключить соглашение между собой, даже если каждая из них уже заключила соответствующее соглашение с организатором СЭД. Это требование вытекает из Гражданского кодекса РФ, согласно которому если участник и организатор СЭД вступили в отношения в связи осуществлением транзита ЭД третьей стороне, то это не означает, что третья сторона должна принимать к исполнению ЭД, переданные стороной ЭДО через организатора СЭД. Если соглашение между участником и организатором СЭД налагает обязательства на третью сторону, то эта сторона должна быть участником данного соглашения. Если же третья сторона не является участником соглашения, то такое соглашение не имеет юридической силы в части обязательств, налагаемых на третью сторону.

Таким образом, каждый участник СЭД для осуществления ЭДО должен заключить соглашение со стороной ЭДО и организатором СЭД, если ни одна из сторон ЭДО не является организатором СЭД, а также соглашение с УЦ, если организатор СЭД не предоставляет услуги УЦ.

#### ПОРЯДОК ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ЭЛЕКТРОННЫХ ДОКУМЕНТОВ В ФСФР РОССИИ ПО СЭД ЗАО «ОДК»



#### МИФ ЧЕТВЕРТЫЙ: ЭДО – ТОЛЬКО ПЕРЕДАЧА ДРУГОЙ СТОРОНЕ ЭЛЕКТРОННОГО ДОКУМЕНТА ПО СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ КАНАЛУ СВЯЗИ

Такой миф является следствием того, что участники РКИ путают или неправильно используют два понятия: передача электронного документа и электронный документооборот.

В настоящее время в соответствии с Положением реализуется проект предоставления отчетности участников РКИ в электронной форме в ФСФР России. Многие участники РКИ полагают, что для передачи электронных документов в ФСФР России достаточно сформировать ЭД в нужном формате, подписать его ЭЦП, зашифровать и отправить в ФСФР России по какому-либо каналу связи. При этом забывают, что цикл жизни ЭД включает еще прием его ФСФР России, регистрацию, обработку, включая формирование и отправку ответов на полученный ЭД, архивное хранение. Все указанные процедуры составляют в совокупности электронный документооборот. Именно поэтому ЭДО осуществляется в системе электронного документооборота, которая предполагает обязательное наличие у обеих сторон ЭДО соответствующего согласованного сторонами ЭДО программного, технического, информационного, криптографического и других видов обеспечения. При этом любой получатель ЭД заинтересован в использовании минимального количества (желательно одного-двух) типов каналов получения ЭД, форматов электронных документов, в том числе транспортных форматов, СКЗИ, процедур обмена ЭДО и т. п.

Сегодня многие участники РКИ имеют реальную возможность предоставлять отчетность в ФСФР России по СЭД ЗАО «ОДК».

Предоставление отчетности в ФСФР России осуществляется в рамках соглашения между ФСФР России и ЗАО «ОДК», а также информационного Письма ФСФР России от 17 июля 2007 г. № 07-ВМ-01/14822<sup>4</sup>, определяющих порядок ЭДО участников РКИ с использованием СЭД ЗАО «ОДК» путем присоединения ФСФР России к СЭД ЗАО «ОДК» (см. рисунок).

В целях осуществления ЭДО в ФСФР России установлено программное обеспечение (ПО) СЭД ЗАО «ОДК», обеспечивающее прием ЭД, их обработку в соответствии с Правилами ЭДО ЗАО «ОДК», включая расширение и проверку подлинности ЭЦП, формирование и отправку участникам СЭД – отправителям ЭД – уведомлений о получении и приеме электронных документов, а также выгрузку документов в файл в форматах *.xml*, *.dbf*, *.xls* для загрузки в автоматизированную информационную систему (АИС) ФСФР России, визуальное отображение и печать копий ЭД на бумажном носителе. ПО СЭД позволяет формировать и отправлять участникам РКИ, использующим СЭД ЗАО «ОДК», любые электронные документы с ЭЦП уполномоченных лиц ФСФР России. ЗАО «ОДК» поддерживает на стороне ФСФР России в актуальном состоянии справочники ПО СЭД, справочники сертификатов ключей подписи уполномоченных лиц участников СЭД и список отозванных сертификатов, а также осуществляет сопровождение ПО СЭД.

#### МИФ ПЯТЫЙ: ДЛЯ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ЭДО И ОБЕСПЕЧЕНИЯ СКВОЗНОЙ ОБРАБОТКИ ЭД СТОРОНАМ ЭДО ДОСТАТОЧНО СОГЛАСОВАТЬ ПЕРЕЧЕНЬ И ФОРМАТЫ ЭД

Этот миф связан с недостаточным знанием технологии ЭДО. Многие участ-

<sup>3</sup> О требованиях к программным и техническим средствам организатора СЭД см.: Лукоянов В., Селиванов С. Организация электронного документооборота юридических лиц // Информационная безопасность. 2009. № 6.

<sup>4</sup> См.: Вестник ФСФР России. 2007. № 7.





ники РКИ полагают, что для организации ЭДО на РКИ и осуществления сквозной обработки ЭД (STP) достаточно согласовать (стандартизировать) форматы электронных документов. На стандартизацию форматов ЭД и их внедрение на РКИ расходуются значительные силы, энергия и время. В настоящее время форматы ЭД разрабатываются несколькими группами участников РКИ и профессиональными разработчиками программного обеспечения. В наибольшей степени в разработке форматов продвинулась ПАРТАД. Разработанные ПАРТАД форматы получили одобрение ФСФР России и были рекомендованы участникам РКИ для использования. Однако следует учитывать, что стандартизация форматов ЭД — важная, но далеко не единственная и даже не главная задача организации ЭДО. Стандартизация ЭДО, кроме разработки форматов ЭД, также предполагает согласование (стандартизацию):

- визуальных и печатных форм ЭД;
- словарей и справочников, обеспечивающих ЭДО;
- процедур обмена ЭД (форматов транспортного уровня);
- процедур ЭЦП и шифрования.

Очевидно, что если в СЭД предполагается визуализация форм ЭД на экране монитора или на бумажном носителе, то эти формы должны быть согласованы всеми сторонами ЭДО, поскольку недопустимо, что один и тот же ЭД у разных участников СЭД отображался или распечаты-

вался на бумажном носителе в разных формах. Также без использования единых для всех участников СЭД словарей и справочников невозможно осуществлять автоматизированную обработку ЭД. Например, если одна сторона ЭДО будет использовать для идентификации юридических лиц ИНН, а другая — ОГРН, то ЭД одной стороны ЭДО не будут обрабатываться и, соответственно, приниматься другой стороной. К сожалению, даже форматы электронных документов ПАРТАД допускают значительную вольность при формировании ЭД участниками СЭД из-за использования структур типа «выбор» и большого числа необязательных элементов. Поэтому форматы ПАРТАД только условно можно считать стандартами для РКИ. Стандарт потому и называется стандартом, что он недвусмысленно определяет стандартизируемые объекты или процессы и их взаимодействие.

Стороны ЭДО должны согласовать процедуры обмена ЭД, включая тип используемого канала передачи электронных документов (электронная почта, сервисы *web* или *ftp* и др.), формат передаваемого ЭД по каналу связи (формат транспортного пакета, порядок использования СКЗИ, архивирования, адресации ЭД и др.), порядок взаимодействия сторон ЭДО при обмене электронными документами (при получении ЭД, невозможности расшифрования или проверки ЭЦП, невозможности доставки ЭД и др.). Без согласования указанных

процедур невозможно создать СЭД и осуществлять ЭДО.

Важнейшим аспектом организации ЭДО является согласование процедур ЭЦП и шифрования, которое заключается в определении типа и версии используемых сторонами ЭДО СКЗИ («КриптоПро CSP», «Верба-ОВ», «Крипто-КОМ» и др.), а также способа сохранения ЭЦП (в составе файла с ЭД, в отдельном от ЭД файле, в качестве реквизита ЭД и др.). Необходимо также установить процедуры расшифрования и проверки подлинности ЭЦП электронного документа (проверка полномочий лиц, получающих и подписывающих ЭЦП ЭД, проверка действия сертификатов ключей подписи по времени и по списку отозванных сертификатов и др.).

Электронный документооборот на РКИ развивается достаточно быстрыми темпами. Конечно, хотелось бы быстрее. И многие «химеры», стоящие на пути ЭДО, безусловно, будут побеждены. Сам рынок коллективных инвестиций является той движущей силой, которая толкает участников РКИ к совершенствованию ЭДО и ускоряет его развитие. В настоящее время наметилась тенденция интеграции систем электронного документооборота разных организаторов СЭД и присоединения к ним все большего числа участников РКИ, которые прежде и не помышляли об использовании электронных документов. Это объективный процесс информатизации РКИ, и важно строго следить за тем, чтобы сами участники РКИ не порождали очередных «химер» ЭДО. ■

## НОВОСТИ НДС

### НДС и ОАО «Межрегиональный регистраторский центр» переходят на безбумажный документооборот

НДС и специализированный регистратор ОАО «Межрегиональный регистраторский центр» (ОАО «МРЦ»), успешно завершив опытную эксплуатацию, приступили к обмену электронными документами в процессе информационного взаимодействия без использования бумажных документов. Применение технологии электронного документооборота позволяет сократить сроки проведения операций в реестрах, снизить вероятность ошибок, повысить оперативность составления и обработки списков владельцев ценных бумаг при проведении корпоративных действий и обеспечить конфиденциальность в процессе информационного обмена сторон.

Внесение ОАО «МРЦ» записей об операциях по лицевым счетам номинального держателя НДС в реестрах владельцев ценных бумаг, предоставление НДС информации по лицевым счетам, открытым ему в реестрах, а также взаимодействие с НДС как номинальным держателем в реестрах, ведение которых осуществляет ОАО «МРЦ», будет производиться на основании электронных документов. Бумажные копии электронных документов будут предоставляться только в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, на условиях, установленных соглашениями сторон.

### В «мост» НДС—ДКК включены акции ОАО «Мечел»

Со 2 марта 2009 г. в список ценных бумаг, обращающихся по «мосту» НДС—ДКК, в соответствии с обращениями депонентов включаются акции ОАО «Мечел».

Таким образом, число эмитентов, допущенных к обращению по «мосту» НДС—ДКК, составит 87 шт., количество выпусков ценных бумаг — 119 шт.

Взаимодействие двух расчетных депозитариев — НДС и ЗАО «ДКК» — началось 26 мая 1999 г., когда прошли первые операции с использованием «моста». «Мост» НДС—ДКК позволяет осуществлять прямые расчеты между депонентами, минуя текущее выполнение операций перерегистрации в реестрах.



Наталья Барышникова  
Генеральный директор ООО «ЦДФ»

## АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ НАЛАЖИВАНИЯ ЭДО С НОМИНАЛЬНЫМИ ДЕРЖАТЕЛЯМИ ПАЕВ

12 декабря 2008 г. вступили в силу отдельные положения<sup>1</sup> Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ, согласно которым лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев (регистратор), обязано использовать документы в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью при взаимодействии с управляющей компанией, специализированным депозитарием паевого инвестиционного фонда, агентами по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев и номинальными держателями инвестиционных паев.

Новые положения Федерального закона «Об инвестиционных фондах» (далее — Закон) должны были дать существенный толчок развитию рынка коллективных инвестиций, но, к сожалению, не были своевременно поддержаны дополнительными подзаконными актами и разъяснениями ФСФР России. В результате регистраторы реализовали их на практике исходя из собственных представлений об электронном документообороте, имеющегося опыта и небольшого количества ранее принятых регулятором нормативных правовых актов в данной области. Все это привело к тому, что в сфере учета прав на инвестиционные паи паевых инвестици-

онных фондов сложилась неоднозначная ситуация, которая характеризуется множественностью используемых систем, применяемых форматов и способов передачи данных и т. п.

Большинство решений в области ЭДО регистратора базируется либо на использовании транзита электронных документов, либо на разработке и внедрении собственных систем документооборота.

Транзит электронных документов подразумевает присоединение регистратора и остальных участников электронного документооборота к уже существующей системе. При этом используется ра-

нее созданная организатором ЭДО инфраструктура (удостоверяющий центр) и принятое им программное обеспечение. Транзит электронных документов позволяет обмениваться любыми файлами (пакетами), но при этом сама специфика организации транзита не позволяет встроить в систему дополнительные сервисы, такие как, например, проверка полноты и правильности заполнения указанных документов, единые справочники. Таким образом, транзитный обмен построен исключительно на передаче уже созданных с использованием средств *Microsoft Office* файлов или их сканированных образов. Транзит элек-

<sup>1</sup> Внесены Федеральным законом «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 6 декабря 2007 г. № 334-ФЗ.



тронных документов подразумевает высокую степень доверия со стороны участников ЭДО к его организатору и удостоверяющему центру, но в то же время использование транзита электронных документов позволяет регистратору организовать ЭДО в достаточно короткие сроки и с относительно небольшими финансовыми затратами.

Создание собственной системы электронного документооборота — задача куда более сложная и затратная с точки зрения времени и финансовых вложений, но при этом и более интересная. Создание собственного ЭДО позволяет не только учесть индивидуальные пожелания его ключевых участников, но и обеспечить комплексный электронный документооборот по всем направлениям деятельности и высокий уровень интеграции с внутренними учетными системами. Разработка единого ЭДО актуальна как для регистраторов, совмещающих свою деятельность с ведением реестров владельцев ценных бумаг, так для специализированных депозитариев паевых инвестиционных фондов. Внедряя единый электронный документооборот, первые существенно повышают привлекательность своих услуг на рынке, а вторые выполняют еще и требования, предъявляемые к специализированным депозитариям Законом.

На рынке ЭДО регистратора встречаются также и комбинированные варианты, согласно которым на рабочих станциях участников устанавливаются программные продукты регистратора, позволяющие создавать/обрабатывать необходимые документы, или, еще более простой вариант, документы создаются средствами *Microsoft Office*, а обмен созданными документами осуществляется с применением средств электронно-цифровой подписи с использованием открытых каналов связи (например, посредством почтового клиента *Microsoft Outlook*).

Не менее важным этапом при переходе на электронный документооборот является подготовка документальной базы, которая включает в себя подготовку и согласование договорной базы между всеми участниками ЭДО, а также разработку и утверждение необходимых регламентов работ. При этом в случае транзита электронных документов, как правило, участники ЭДО используют документы, разработанные организатором такого транзита и удостоверяющим центром, и в этом случае регистратор должен только легализовать прием документов в электронной форме с электронной цифровой подписью от своих клиентов. В случае же с соб-

ственным ЭДО регистратор самостоятельно готовит весь комплект, за исключением, пожалуй, только договоров с удостоверяющим центром.

Многие регистраторы при переходе на ЭДО столкнулись с трудностями, связанными в первую очередь с недостаточной мотивацией иных участников к переходу на обмен электронными документами. Ведь если говорить об установлении ЭДО с управляющими компаниями и специализированными депозитариями, то Законом установлена симметричная обязанность по осуществлению обмена документами в электронном виде, в то время как при работе с агентами и номинальными держателями обязанность использовать ЭДО лежит только на регистраторе. И если отношения с агентами строятся на договорной основе (стороны заключают договор поручения или агентский договор, и, таким образом, у регистратора есть механизм стимулирования агента к установлению ЭДО), то отношения с номинальным держателем — только на основании правил ведения реестра владельцев инвестиционных паев и подзаконных актов ФСФР России.

В соответствии с Положением о порядке ведения реестра владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, утвержденным Приказом ФСФР России от 15 апреля 2008 г. № 08-17/пз-н «Об учете прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов» (далее — Положение), регистратор открывает счета номинального держателя при условии предоставления заявления, анкеты зарегистрированного лица и комплекта документов. Положением строго определены случаи, при возникновении которых регистратор вправе отказать номинальному держателю в открытии лицевого счета:

- если номинальный держатель не представил документы, закрытый перечень которых указан в Положении;
- если предоставленные документы не соответствуют требованиям Положения;
- если сведения, содержащиеся в представленных документах, не соответствуют друг другу.

Следовательно, механизмов отказать номинальному держателю в открытии счета по причине отсутствия ЭДО в действующем законодательстве не предусмотрено. Как и не предусмотрено действующим законодательством способов прекратить обслуживание уже открытого лицевого счета номинального держателя или отказать в исполнении операции в реестре. Таким образом, регистраторы напрямую зависят от желания и возможностей номинальных держателей исполь-

зовать в документообороте электронные документы.

При этом, несмотря на все удобство и преимущества работы с использованием ЭДО, неактивная позиция номинальных держателей по внедрению ЭДО объясняется целым рядом вполне объективных причин:

- во-первых, стоимостью обслуживания ЭДО, которая складывается из стоимости услуг удостоверяющего центра по изготовлению и смене ключей электронно-цифровой подписи, стоимости пользования самой системой, обработки электронных поручений и т. п.;

- во-вторых, для номинальных держателей, имеющих большое количество открытых счетов в различных регистраторах, множественностью применяемых разными регистраторами систем ЭДО, большим количеством удостоверяющих центров и применяемых средств криптографической защиты информации;

- в-третьих, несоответствием ЭДО отдельных регистраторов требованиям, предъявляемым к нему номинальными держателями с точки зрения применяемой политики безопасности, возможностей интеграции с системами учета и т. п.

Кроме того, развитию электронного документооборота препятствуют незначительное количество проводимых операций по счету и территориальная близость регистратора к номинальному держателю.

Указанные факторы предоставляют широкие возможности для перевода совместных действий регистраторов и номинальных держателей по установлению ЭДО на более высокий уровень. Но при этом нужна добрая воля и стремление каждой из сторон к диалогу. Безусловно, большую помощь в стимулировании развития ЭДО могут оказать регулятор и саморегулируемые организации, способные более четко определить требования к таким системам и разработать необходимые механизмы их внедрения. Первые шаги, направленные на сближение позиций участников ЭДО, ФСФР России уже предприняла, распространив 30 декабря 2008 г. информационное письмо «О рекомендациях по применению Форматов электронного взаимодействия участников рынка коллективных инвестиций». Несмотря на то что данное разъяснение носит рекомендательный характер, выпущено после даты вступления в силу положений Закона, обязывающих регистраторов осуществлять ЭДО, и фактического начала работы с использованием систем ЭДО, письмо позволяет определить вектор, по которому отрасль должна будет развиваться в будущем. ■

# НДЦ

раскрывает  
свои архивы

- Уникальная статистическая информация о сделках:
  - с корпоративными еврооблигациями;
  - с негосударственными облигациями.
- Удобный для обработки данных формат



**Информационный бюллетень**  
**«Сделки на рынке негосударственных облигационных займов»**  
**в новом формате**



**НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР**  
*The National Depository Center*

Подписка на бюллетень: [www.ndc.ru/ru/press/bulletin](http://www.ndc.ru/ru/press/bulletin) | (495) 956-27-90/91 | (495) 234-48-65

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

ГРУППА ММВБ



MICEX GROUP

13–14 мая

# ФИНАНСОВЫЙ ФОРУМ ММВБ

Финансовый форум ММВБ – это новая дискуссионная площадка, место, где профессионалы смогут обсудить наиболее актуальные вопросы развития финансового рынка России.

Зарегистрироваться на участие в форуме можно по телефону +7 (495) 234–4823 или по e-mail [Client\\_relations@micex.com](mailto:Client_relations@micex.com).

Более подробная информация о форуме на [www.micex.ru](http://www.micex.ru).