



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС
ДВОРЦЫ И ЗАМКИ
МИРА

В Н О М Е Р Е



03

СТАБИЛЬНОСТЬ — ОСНОВНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА
ИТОГОВ ГОДА В НДЦ

05

НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ДЕПОНЕНТОВ НДЦ
ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ РАСЧЕТОВ ЧЕРЕЗ EUROCLEAR BANK

11

ПРЕДПОСЫЛКИ И ПЕРСПЕКТИВЫ СОЗДАНИЯ ЕДИНОГО
ЭЛЕКТРОННОГО СПРАВОЧНИКА ЦЕННЫХ БУМАГ



СОДЕРЖАНИЕ

СТРАТЕГИЯ

- 3 **Стабильность — основная характеристика итогов года в НДЦ**
Апрель для НДЦ, как и для всех профессиональных участников рынка ценных бумаг и эмитентов, — это время первых годовых собраний, период, когда пора дать оценку подведенным недавно итогам прошедшего года. Несмотря на общую кризисную ситуацию на фондовом рынке, положение НДЦ является стабильным, и основные показатели деятельности близки к значениям за предыдущий год

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

РЫНОК И УСЛУГИ

- 5 **Новые возможности для депонентов НДЦ при осуществлении расчетов через Euroclear Bank**
В 2009 г. НДЦ совместно с ЗАО РП ММВБ планирует предложить депонентам услугу по переводу ценных бумаг с контролем расчетов по денежным средствам при использовании счетов НДЦ и ЗАО РП ММВБ в Euroclear. Услуга будет предназначена для расчетов по сделкам с еврооблигациями и АДР в иностранной валюте

Мария Иванова
Директор по развитию НДЦ
Ирина Тиссен
Советник директора по развитию НДЦ

- 8 **Новые технологии клиринга на фондовом рынке.**
Простой клиринг год спустя
В мае 2009 г. Группа ММВБ внедряет две новые технологии, направленные на расширение уровня клирингового сервиса и оптимизацию издержек профессиональных участников рынка ценных бумаг. Речь идет о начале клиринга внебиржевых сделок и запуске расчетов на фондовом рынке с использованием счетов участников клиринга, открываемых в региональных расчетных центрах

Игорь Таратута
Начальник отдела клиринга
Департамента фондового рынка
ЗАО ММВБ

- 11 **О предпосылках и перспективах создания информационного центра, выполняющего функции по ведению единого электронного справочника ценных бумаг**
В условиях кризиса одними из самых актуальных становятся вопросы совершенствования технологий, поэтому хотелось бы обратиться к важной теме создания информационного центра, выполняющего функции по ведению единого электронного справочника ценных бумаг. В связи с регистраторско-депозитарной раздробленностью современный информационный сервис по предоставлению данных о ценных бумагах был бы крайне востребованным

Ирина Смыслова
Руководитель Дирекции методологии,
отчетности и контроля Департамента
бэк-офис ОАО «УРАЛСИБ»

ТЕХНОЛОГИИ

- 14 **Рассуждения о кредитовании ценными бумагами**
Обзор российских и зарубежных материалов (окончание)
Рынок кредитования ценными бумагами является неотъемлемой частью любого развитого финансового рынка. Кредитование ценными бумагами обеспечивает бесперебойные расчеты в системах расчетов по ценным бумагам, позволяя отказаться от 100%-ного преддепонирования по ценным бумагам и перейти к расчетам с частичным обеспечением

Елена Ненахова
Департамент операций на финансовых
рынках Банка России
Александр Барщевский
Депозитарный центр ОАО «Газпромбанк»

РИСКИ

- 22 **Построение системы управления рисками в условиях кризиса: стратегия и тактика**
Долгое время теория и практика риск-менеджмента основывались на методах, позволявших сделать жизнь риск-менеджеров и руководства компаний более комфортной. Топ-менеджмент крупных инвестбанков, фондов и корпораций стремился к «аутсорсингу ответственности» за риск-менеджмент и принимаемые бизнес-решения. Многие общепринятые подходы к управлению рисками утратили эффективность либо показали свою несостоятельность

Анатолий Предтеченский
Заместитель Генерального директора
ФК «ОТКРЫТИЕ», Главный риск-менеджер

- 28 **Обеспечение обязательств: самый безопасный путь к ликвидности**
Принятие антикризисных мер на всех рынках в самом разгаре. И хотя полный объем понесенных финансовыми институтами убытков, связанных с кредитами, пока неизвестен, в одной из публикаций журнала The Economist было сделано предположение, что они превысят 500 млрд долл. Такой масштаб убытков дает финансовым компаниям дополнительный толчок к тому, чтобы пересмотреть и усовершенствовать процедуры снижения рисков

Барт Вотерс
менеджер по связям с клиентами
по России и Восточной Европе Euroclear

МЕРОПРИЯТИЕ

- 31 **Россия — Ирландия: взаимный интерес и новые бизнес-возможности**

- 33 **СОБЫТИЯ МЕЖДУНАРОДНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ**

Депозитариум № 4 (74) 2009

Редакционный совет:

Егоров Н. В.
Колыняков 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»
№ 7–8 апрель 2009

На обложке: Дворец Будды, Япония

Фото Анны Якушевой, ОАО «Альфа-Банк»

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



Николай Егоров

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

СТАБИЛЬНОСТЬ — ОСНОВНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ИТОГОВ ГОДА В НДЦ

Апрель для Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр», как и для всех профессиональных участников рынка ценных бумаг и эмитентов, — это время первых годовых собраний, период, когда пора дать оценку подведенным недавно итогам прошедшего года.

Несмотря на общую кризисную ситуацию на фондовом рынке, положение НДЦ является стабильным, и основные показатели деятельности близки к значениям за предыдущий год. Однако следует отметить, что стабильность была достигнута прежде всего за счет привлечения новых пакетов ценных бумаг, новых клиентов на обслуживание в НДЦ и внедрения новых расчетных сервисов.

Важным итогом 2008 г. можно считать тот факт, что НДЦ подтвердил позицию крупнейшего депозитария, сохраняя позицию ведущего расчетного депозитария на российском финансовом рынке.

Общая сумма доходов НДЦ за прошлый год составила 1 298 311 тыс. руб., что на 5,4% выше, чем в 2007 г. Чистая прибыль по итогам 2008 г. превысила установленный план и составила 392 210 тыс. руб.

В 2008 г. собственный капитал НДЦ по РСБУ по итогам 2008 г. вырос на 28% и составил 1 743 942 тыс. руб. (на начало года — 1 355 383 тыс. руб.). Таким образом, досрочно достигнут уровень капитализации НДЦ, установленный решением Общего собрания членов НДЦ от 22 декабря 2005 г. об установлении в качестве целевого финансового показателя достижение к 1 января 2010 г. размера собственного капитала, равного 1,5 млрд руб.

По состоянию на конец 2008 г. суммарная стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, превысила 4,1 трлн руб. Оборот НДЦ (рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций) за 2008 г. достиг рекордного значения в 60 979 610 млн руб., что на 1% больше, чем в 2007 г. (60 487 384 млн руб.).

Количество инвентарных операций по сравнению с соответствующим показателем 2007 г. выросло на 2% и превысило 2,5 млн операций, в том числе по акциям — 1,96 млн операций (78% от общего числа операций). Общее количество выпусков ценных бумаг, находящихся на обслуживании в НДЦ, возросло за 2008 г. на 14,8% и достигло 2759, в то время как количество эмитентов, ценные бумаги которых учитываются в НДЦ, достигло 1315, что на 8,2% выше показателя на конец 2007 г. Количество депонентов НДЦ за 2008 г. увеличилось на 11,1% и составило 908 депонентов.

Увеличилась доля НДЦ в сегменте предоставления услуги платежного агента, составив 43,58% по номинальной стоимости принятых на обслуживание выпусков корпоративных и региональных облигаций, с учетом облигаций Банка России. Практически в 2 раза (на 99,7%) по сравнению с 2007 г. увеличился объем выплат купонов и сумм погашения через НДЦ как платежного агента корпоративных и региональных облигаций: в 2008 г. НДЦ провел 660 выплат на сумму 129 387 млн руб. (64 791 млн руб. за 2007 г.).

Независимое квалифицированное мнение об уровне рисков НДЦ дает уверенность депонентам, участникам и другим заинтересованным лицам в том, что в НДЦ налажены надлежащие процедуры внутреннего контроля и управления рисками. По итогам аудита, проведенного в 2008 г. рейтинговым агентством *Thomas Murray*, оценивающим работу центральных депозитариев, кастодианов и бирж по всему миру, НДЦ был присвоен рейтинг

AA-, что соответствует очень низкому уровню рисков. За прошедший год НДЦ удалось снизить риск взаимодействия (контрагентов), финансовый и операционный риски. Во внимание принимались также результаты независимого операционного аудита деятельности Партнерства, проведенного компанией ЗАО «Делойт и Туш СНГ» в апреле 2008 г.

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

С учетом собственных средств общий размер финансового покрытия обязательств НДЦ превышает 110 млн долл., сопоставим с уровнем крупнейших российских банков и является крупнейшим среди расчетных депозитариев.

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

В марте 2008 г. Группой ММВБ введена новая услуга, позволяющая совершать сделки или исполнять обязательства по ранее совершенным сделкам на условиях «сделка за сделкой» (простой клиринг) с проведением расчетов на условиях «поставка против платежа» в ходе торгового дня в режиме, приближенном к реальному времени.

НДЦ совместно с ЗАО ММВБ и ЗАО РП ММВБ успешно внедрил технологию проведения операций внебиржевого РЕПО Банка России с корпоративными еврооблигациями на условиях «поставка против платежа».





Развивается междепозитарное взаимодействие НДЦ и ЗАО «ДКК» («мост» НДЦ–ДКК), между НДЦ и ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО (ING Wholesale Banking).

В 2008 г. НДЦ расширил обмен электронными документами в процессе информационного взаимодействия, дополнительно распространив его на 10 регистраторов. Доля операций в реестрах акционерных обществ, обеспеченных ЭДО (электронным документооборотом), по итогам года составила 82,4% от общего количества операций по счетам номинального держателя НДЦ в реестрах.

В 2008 г. НДЦ завершил работы по приемочному тестированию и отладке програм-

многo обеспечения системы TCS BANKS (ранее — eClearSettle). Созданное компанией Tata Consultancy Services в рамках совместной разработки с НДЦ программное обеспечение предназначено для построения центрального звена обновленной технологической платформы депозитария. При разработке учитывались высокие требования по надежности и производительности, предъявляемые к автоматизированному оснащению крупнейшего депозитария России. В настоящее время выполняется этап завершающей кастомизации и адаптации системы к инфраструктуре НДЦ и Группы ММВБ.

Лидирующие позиции в сегменте расчетно-депозитарных услуг и стабиль-

ные показатели деятельности в 2008 г. являются результатом серьезной работы коллектива НДЦ, направленной на повышение эффективности, качества обслуживания и расширения состава сервисов.

В конце апреля 2009 г. состоится историческое для нас Общее собрание членов Партнерства, которое рассмотрит вопрос о преобразовании НДЦ из некоммерческого партнерства в акционерное общество. И мы нацелены на дальнейшее активное развитие бизнеса НДЦ и повышение качества обслуживания наших клиентов на основе заложенного в прошлом фундамента системы корпоративного управления. ■

НОВОСТИ НДЦ

Совет директоров НДЦ утвердил тарифы на новые услуги и принял решение провести Общее собрание членов Партнерства 28 апреля 2009 года

7 апреля 2009 г. состоялось заседание Совета директоров НДЦ, на котором были утверждены тарифы на новые услуги НДЦ. Тариф оплаты новой услуги НДЦ по проведению расчетов в иностранной валюте при использовании счета НДЦ в Euroclear Bank с контролем наличия ценных бумаг и денежных средств (на условиях «поставка против платежа»), которую предполагается предложить участникам рынка в ближайшее время, определен в размере 750 руб. за операцию.

Совет директоров НДЦ также согласовал порядок расчета вознаграждения НДЦ за услуги эмитентам облигаций, номинированных в иностранной валюте: объем выпуска облигаций будет пересчитываться в рубли по курсу Банка России на дату приема ценных бумаг на обслуживание.

Николай Егоров, Директор НДЦ, отметил: «За прошедший год остатки еврооблигаций на счетах НДЦ в Euroclear Bank выросли более чем в 4 раза, многократно возрос объем по сделкам РЕПО с этим инструментом. В настоящее время НДЦ совместно с ЗАО РП ММВБ и Euroclear Bank реализует очень востребованный проект, позволяющий депонентам НДЦ проводить расчеты в иностранной валюте на условиях «поставка против платежа». Это позволит НДЦ предоставить участникам рынка полный спектр расчетно-депозитарных услуг и может рассматриваться как экспансия сервисов Группы ММВБ на новый сегмент рынка — рынок ценных бумаг иностранных эмитентов с расчетами в иностранной валюте».

Совет директоров НДЦ принял решение провести общее собрание членов Партнерства 28 апреля 2009 г. и утвердил проекты их повестки дня. Был рассмотрен ряд вопросов в отношении состава органов управления и ревизионной комиссии правопреемника НДЦ — Закрытого акционерного общества «Национальный депозитарный центр»:

- вынести список выдвинутых членами НДЦ кандидатур на рассмотрение Общего собрания членов НДЦ для решения вопроса об определении состава Совета директоров Закрытого акционерного общества «Национальный депозитарный центр», а также кандидатур для формирования списка в состав Ревизионной комиссии Закрытого акционерного общества «Национальный депозитарный центр»;

- кандидатура Н. В. Егорова вынесена на рассмотрение Общего собрания членов НДЦ для решения вопроса об определении лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа (генерального директора) Закрытого акционерного общества «Национальный депозитарный центр».

Совет директоров НДЦ:

- рекомендовал Общему собранию членов НДЦ утвердить изменения в Положение о Ревизионной комиссии НДЦ и продлить срок действия полномочий членов Ревизионной комиссии НДЦ, избранных Общим собранием членов НДЦ 25 апреля 2008 г., до момента государственной регистрации возникшего в результате преобразования НДЦ акционерного общества;

- продлил срок действия полномочий членов Бюджетного комитета НДЦ, Технического комитета НДЦ, Комитета по депозитарному обслуживанию НДЦ и Комитета по управлению рисками НДЦ, избранных (назначенных) в состав соответствующих комитетов Советом директоров НДЦ 25 апреля 2008 г., до момента государственной регистрации возникшего в результате преобразования НДЦ акционерного общества.

Совет директоров НДЦ рассмотрел итоги деятельности НДЦ в 2008 г.:

- одобрил и рекомендовал к утверждению Общим собранием членов НДЦ отчет Директора НДЦ о деятельности Партнерства в 2008 г., отчет (заключение) Ревизионной комиссии Партнерства по итогам финансово-хозяйственной деятельности НДЦ за 2008 г. и бухгалтерскую отчетность НДЦ за 2008 г.;

- принял к сведению информацию аудиторской компании ЗАО «Делойт и Туш СНГ» об аудиторской проверке бухгалтерской отчетности НДЦ за 2008 г.;

- принял к сведению и рекомендовал к утверждению Общим собранием членов НДЦ отчет Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» об исполнении Сметы доходов и расходов за 2008 г. и Бюджета капитальных вложений и инвестиций за 2008 г.

Были рассмотрены и другие вопросы, связанные с предстоящей реорганизацией Партнерства в форме преобразования в Закрытое акционерное общество «Национальный депозитарный центр».



Мария Иванова
Директор по развитию НДЦ



Ирина Тиссен
Советник директора по развитию НДЦ



НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ДЕПОНЕНТОВ НДЦ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ РАСЧЕТОВ ЧЕРЕЗ EUROCLEAR BANK

Неважно, насколько сложна и быстра с точки зрения обработки информации будет платформа, используемая для торговли ценными бумагами, — рынок не сможет функционировать без структуры, позволяющей осуществлять перевод ценных бумаг от продавца к покупателю с одновременным денежным переводом от покупателя продавцу.

*Петер Норман. Водопроводчики и провидцы:
расчеты по ценным бумагам и европейский финансовый рынок¹*

Рынок ценных бумаг в России в последние годы развивался быстрыми темпами, и для обеспечения его растущих потребностей была необходима адекватная депозитарная и расчетная инфраструктура, оказывающая широкий спектр услуг. Финансовый кризис в очередной раз заставил обратить внимание на значимость надежных расчетно-депозитарных сервисов. В связи с этим дальнейшее расширение спектра депозитарных услуг является одним из приоритетных направлений развития Группы ММВБ. НДЦ и ЗАО РП ММВБ весной 2009 г. планируют предложить участникам российского рынка новую схему расчетов на основе «ПОСТАВКА ПРОТИВ ПЛАТЕЖА».

Важным аспектом развития инфраструктуры, помимо внедрения новых технологий, обеспечения скорости и удобства расчетов для участников, становится минимизация рисков расчетов по ценным бумагам и денежным средствам. Один из факторов снижения риска непоставки бумаг/денежных средств по итогам заключения сделок — осуществление расчетов на условиях «поставка против платежа» (ППП). Комитет по платежным и расчетным системам Банка международ-

ных расчетов в своих рекомендациях для систем расчета по ценным бумагам указывает на целесообразность использования PPP для уменьшения расчетного риска путем проверки достаточности ценных бумаг и денежных средств при заключении сделки.

Как известно, НДЦ совместно с Расчетной Палатой ММВБ (ЗАО РП ММВБ) уже оказывает услугу по переводу ценных бумаг с контролем расчетов по денежным средствам по итогам сделок

на внутреннем российском внебиржевом рынке. Однако расчеты при исполнении сделок с ценными бумагами иностранных эмитентов, в частности с еврооблигациями и АДР, в настоящий момент осуществляются на условиях свободной поставки (*free of payment*), что значительно сужает возможности для участников рынка.

Значительно выросший в объеме за последние 30 лет рынок трансграничных сделок обслуживается в основном через

¹ Norman P. Plumbers and Visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market / John Wiley & Sons, 2007.



Рисунок 1. ТРАНСГРАНИЧНЫЕ СДЕЛКИ ЧЕРЕЗ EUROCLEAR

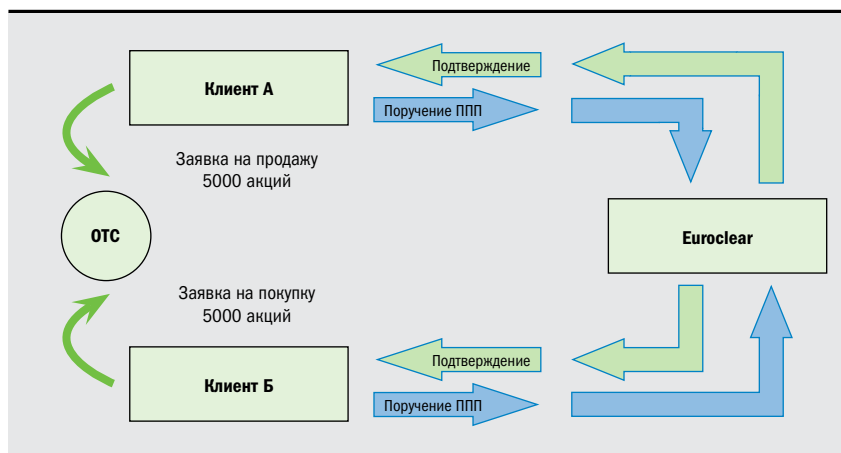
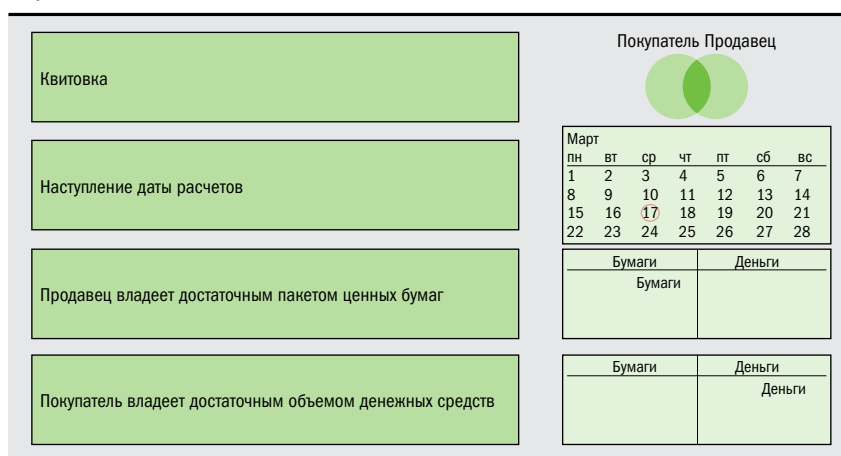


Рисунок 2. ПРОЦЕСС РАСЧЕТОВ В EUROCLEAR



В 2009 году НДЦ и ЗАО РП ММВБ планируют предложить депонентам услугу по переводу ценных бумаг с контролем расчетов по денежным средствам при использовании счетов НДЦ и ЗАО РП ММВБ в Euroclear. Услуга будет предназначена для расчетов по сделкам с инструментами в иностранной валюте.

международные центральные депозитарии Euroclear Bank S.A./N.V. (далее – Euroclear) и Clearstream Banking S.A. (далее – Clearstream). Обе организации были созданы в конце 1960-х – начале 1970-х гг. для эмиссии и расчетов по еврообондам. Сегодня кроме еврообондов оба депозитария принимают на обслуживание практически все типы ценных бумаг. То есть при заключении трансграничной сделки по ценной бумаге иностранного эмитента расчет сделки и последующее хранение ценной бумаги будет осуществ-

лено либо через Euroclear, либо через Clearstream (рис. 1).

Оба международных депозитария предлагают своим клиентам возможность расчетов либо на основе свободной поставки, либо на условиях PPP, используя первую модель расчетов (DVP-1). Первая модель расчетов предполагает перевод ценных бумаг от продавца к покупателю с одновременным осуществлением денежного перевода от покупателя к продавцу. Расчет сделок осуществляется на валовой основе («сделка за сделкой»).

Расчет сделки на условиях PPP осуществляется международными депозитариями только при соблюдении следующих требований:

- реализации успешной квитовки встречных поручений, т. е. совпадении расчетных параметров поручений, присланных покупателем и продавцом;
- наступлении даты расчетов;
- наличии у продавца ценных бумаг;
- наличии у покупателя денежных средств (рис. 2).

Трансграничные расчеты и последующее хранение ценных бумаг иностранных эмитентов осуществляются участниками рынка либо напрямую через счета, открытые в международных центральных депозитариях, либо путем использования услуг банка-кастодиана.

НДЦ имеет счета в обеих организациях и, как уже было сказано выше, предоставляет своим депонентам возможность хранения еврообондов, АДР, а также расчетов с ними на условиях свободной поставки.

В 2009 г. НДЦ совместно с ЗАО РП ММВБ планирует предложить депонентам услугу по переводу ценных бумаг с контролем расчетов по денежным средствам при использовании счетов НДЦ и ЗАО РП ММВБ в Euroclear. Услуга будет предназначена для расчетов по сделкам с еврообондами и АДР в иностранной валюте.

Для реализации проекта ЗАО РП ММВБ открыла специальный денежный счет в Euroclear «cash clearance account», на котором учитываются денежные средства, используемые под расчеты по ценным бумагам, которые в свою очередь учитываются на «бумажном» счете НДЦ. Оба счета технически связаны друг с другом в системе Euroclear, в которой в итоге и проводятся операции по переводу бумаг и денег по сделке.

Со стороны НДЦ услуга для депонентов будет выглядеть следующим образом: депонент НДЦ подает в НДЦ PPP-поручение, в котором указывается информация о счете либо разделе счета депо и денежном счете участника расчетов, которые должны быть использованы в расчетах на условиях PPP, а также иную информацию о сделке. Поставка ценных бумаг может осуществляться на счет/со счета контрагента, открытого в Euroclear, или на счет/со счета контрагента, открытого в Clearstream. Местом расчетов может быть указан либо Euroclear, либо Clearstream (в этом случае используется «мост» Euroclear–Clearstream). В случае если расчеты будут производиться с использованием «моста» Euroclear–Clearstream, счет



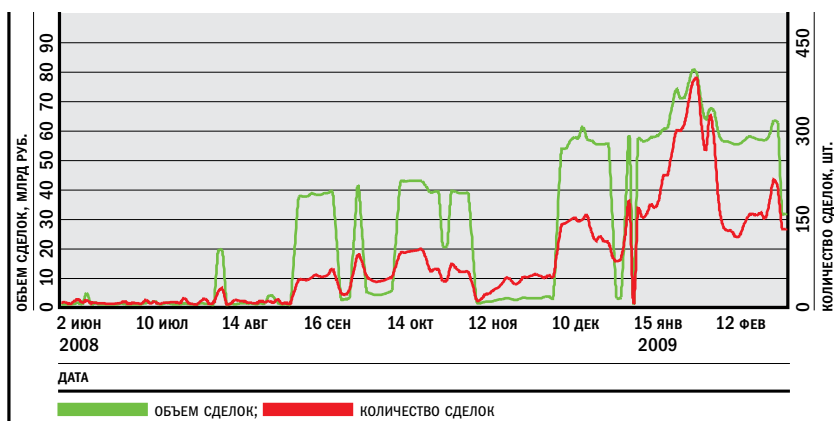
контрагента, участвующий в операции ППП, будет открыт в *Clearstream*. При этом денежные средства (валюта) для совершения сделок в *Euroclear* в рамках данной схемы будут зачисляться на счет и выводиться со счета клиента в ЗАО РП ММВБ.

Расчеты по операциям с ценными бумагами иностранных эмитентов на условиях ППП смогут осуществлять депоненты НДЦ (как резиденты, так и нерезиденты), имеющие счета депо владельца, номинального держателя или доверительного управляющего.

В настоящий момент интерес депонентов НДЦ к осуществлению операций с иностранными ценными бумагами в значительной степени возрос, о чем свидетельствует увеличение остатков ценных бумаг на счетах НДЦ в *Euroclear* и *Clearstream*. Эта тенденция во многом связана с тем, что в настоящий момент часть еврооблигаций включены в Ломбардный список Банка России и принимаются в качестве залога во внебиржевых сделках РЕПО с Банком России. Сегодня наблюдается заметный прирост количества и объемов этих сделок (рис. 3).

Мы полагаем, что запуск схемы на основе ППП с расчетами через *Euroclear* обеспечит участникам более полный спектр расчетно-депозитарных услуг. В настоящий момент участники рынка со средними и небольшими объемами операций не могут открывать счета в *Euroclear* и *Clearstream*, что обусловлено как издержками, так и политикой в отношении открытия счетов, проводимой

Рисунок 3. ДИНАМИКА ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК РЕПО С БАНКОМ РОССИИ



Запуск схемы на основе ППП с расчетами через Euroclear Bank обеспечит участникам более полный спектр расчетно-депозитарных услуг.

международными центральными депозитариями.

В связи с этим многие профучастники для заключения сделок с еврооблигациями и АДР вынуждены пользоваться услугами посредников — организаций, у которых открыты счета в международных центральных депозитариях. Конечно, в этом случае возникает вопрос издержек. Однако тарифная политика *Euroclear* такова, что шкала комиссии за хранение является регрессивной, т. е. при хранении большого количества бумаг взимается

меньший процент от объема. Таким образом, даже с учетом издержек на подачу поручений участникам рынка с небольшими оборотами может оказаться выгоднее заключать сделки через посредника, чем напрямую. В частности, НДЦ может предложить своим депонентам удобные тарифы за предоставление услуги ППП.

Мы надеемся, что этот сервис откроет новые возможности по осуществлению сделок с иностранными ценными бумагами для участников рынка и будет востребованным. ■

НОВОСТИ НДЦ

«Как сохранить и приумножить?» Ответы и решения для новых экономических условий»: Группа ММВБ представила свои услуги в Санкт-Петербурге

28 марта 2009 г. в Санкт-Петербурге в РТК «Варшавский экспресс» прошел II Петербургский форум экономически активных горожан, организатором которого выступил журнал «Наши деньги» (ИД «РБК»). Стратегическим партнером Форума стало ЗАО ММВБ. В рамках Открытого форума эксперты высокого уровня, в том числе ЗАО «ФБ ММВБ», НДЦ, банков, инвестиционных компаний, представители Пенсионного фонда Российской Федерации, независимые эксперты, компетентно отвечали на все вопросы горожан. Одновременно проходила выставка, где были организованы консультации и тематические мастер-классы специалистов.

Цель мероприятия — информационная поддержка среднего класса петербуржцев в условиях финансовой нестабильности, помощь каждому домохозяйству в выстраивании своей экономической стратегии, минимизация негативных последствий финансового кризиса для петербургских семей.

В работе тематической секции «Как сохранить и приумножить? Ответы и решения для новых экономических условий» приняли участие около 300 человек.

Фотоотчет о прошедшем мероприятии можно посмотреть на сайте <http://www.ndc.ru/ru/press/conference/>.



Игорь ТАРАТУТА

Начальник отдела клиринга Департамента
фондового рынка ЗАО ММВБ

НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ КЛИРИНГА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ. ПРОСТОЙ КЛИРИНГ ГОД СПУСТЯ

В МАЕ 2009 г. Группа ММВБ внедряет ДВЕ НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ, НАПРАВЛЕННЫЕ НА РАСШИРЕНИЕ УРОВНЯ КЛИРИНГОВОГО СЕРВИСА И ОПТИМИЗАЦИЮ ИЗДЕЖЕК ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ. Речь идет о начале клиринга внебиржевых сделок и запуске расчетов на фондовом рынке с использованием счетов участников клиринга, открываемых в региональных расчетных центрах.

КЛИРИНГ ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК

Предпосылки для реализации проекта

Внебиржевой рынок — отдельный сегмент фондового рынка, имеющий свои достоинства и недостатки. Основное его преимущество состоит в том, что участники данного рынка не несут дополнительных расходов на заключение сделок на бирже. К недостаткам можно отнести невозможность использования клиринговой инфраструктуры для исполнения обязательств по внебиржевым сделкам.

Отсутствие кризиса ликвидности последний фактор не являлся доминирующим. В текущей же ситуации, когда пояса туго затянуты, использование механизмов неттинга (взаимозачета обязательств и тре-

бований) вызывает все больший интерес и потребность у внебиржевого сообщества.

Особое внимание к данной услуге проявляют кредитные организации, широко использующие инструменты рефинансирования (в первую очередь РЕПО) для поддержания требуемого уровня ликвидности. Отсутствие возможности синхронного исполнения обязательств и требований по внебиржевым сделкам создает дополнительные трудности для участников данного рынка и заставляет их исполнять обязательства в полном объеме по каждой сделке, что приводит к неоправданному движению денежных средств и ценных бумаг.

Предлагаемый сервис

Включение внебиржевых сделок в общий клиринг ЗАО ММВБ (наряду со сделками на ФБ ММВБ) позволит обеспечить мак-

симальное удобство для участников внебиржевых операций за счет использования единых технологий исполнения обязательств и значительно сократит их расходы по привлечению дополнительных денежных средств.

На этапе запуска проекта Группа ММВБ предоставит участникам клиринга возможность включать в общий клиринг только сделки внебиржевого РЕПО Банка России с участниками рынка ценных бумаг (кредитными организациями) с долговыми эмиссионными ценными бумагами, выпущенными юридическими лицами-нерезидентами за пределами Российской Федерации¹.

Впоследствии участники клиринга смогут включать в общий клиринг любые внебиржевые сделки с ценными бумагами, включенными в Клиринговый лист ценных бумаг ЗАО ММВБ, со стандартными сроками исполнения обязательств

¹ Долговые эмиссионные ценные бумаги, выпущенные юридическими лицами-нерезидентами за пределами Российской Федерации, являются иностранными ценными бумагами и не могут быть допущены к торгам, проводимым ФБ ММВБ.



(для внебиржевых сделок — от 0 до 30 дней, для внебиржевых сделок РЕПО — от 0 до 180 дней), заключенные через специализированную Систему электронного документооборота НДС.

Технология клиринга внебиржевых сделок

Для возможности исполнения обязательств по внебиржевым сделкам участники клиринга, являющиеся сторонами по данным сделкам, направляют в ЗАО ММВБ Поручение на клиринг внебиржевой сделки². В Поручении на клиринг внебиржевой сделки могут содержаться данные по одной и более внебиржевым сделкам. ЗАО ММВБ после получения от участника клиринга Поручения на клиринг внебиржевой сделки регистрирует его в Системе клиринга.

ЗАО ММВБ регистрирует данные о внебиржевой сделке в Системе клиринга и включает обязательства и требования по ней в соответствующие клиринговые регистры, если реквизиты внебиржевой сделки, содержащиеся в Поручениях на клиринг внебиржевой сделки участников клиринга — контрагентов, совпадают. Если до окончания периода регистрации поручений ММВБ получила Поручение на клиринг внебиржевой сделки только от одного участника клиринга, ЗАО ММВБ не регистрирует внебиржевую сделку в Системе клиринга и не включает обязательства и требования по ней в соответствующие клиринговые регистры.

Внебиржевые сделки включаются в *простой клиринг*, если они прошли процедуру контроля обеспечения путем регистрации по ним Срочного отчета на исполнение (после чего по ним незамедлительно проводятся расчеты). Внебиржевые сделки включаются в *многосторонний клиринг*, если они прошли процедуру контроля обеспечения путем регистрации по ним Обычного или Специального отчета на исполнение (расчеты по денежным средствам и ценным бумагам по таким сделкам проводятся вместе с биржевыми сделками 1 раз в конце расчетного дня).

ПРОВЕДЕНИЕ РАСЧЕТОВ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СЧЕТОВ УЧАСТНИКОВ КЛИРИНГА, ОТКРЫВАЕМЫХ В РЕГИОНАЛЬНЫХ РАСЧЕТНЫХ ЦЕНТРАХ

Предлагаемый сервис

С начала функционирования фондового рынка ММВБ расчеты по денежным

Рисунок 1. СУЩЕСТВУЮЩАЯ СХЕМА РАСЧЕТОВ

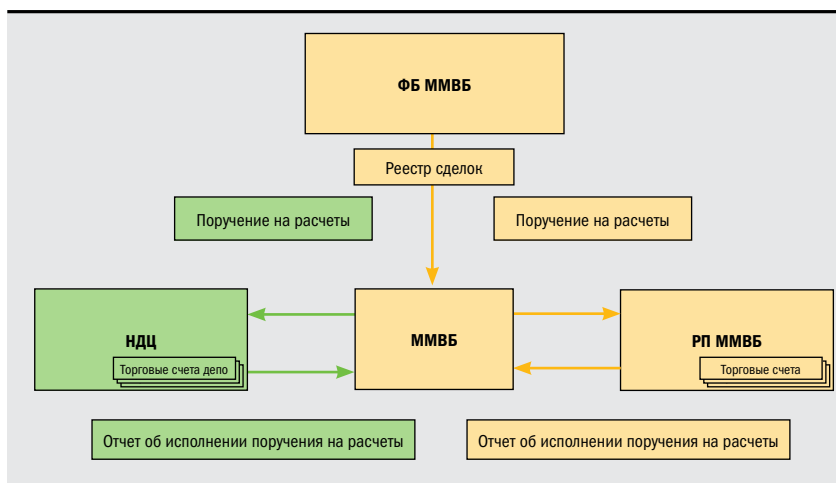
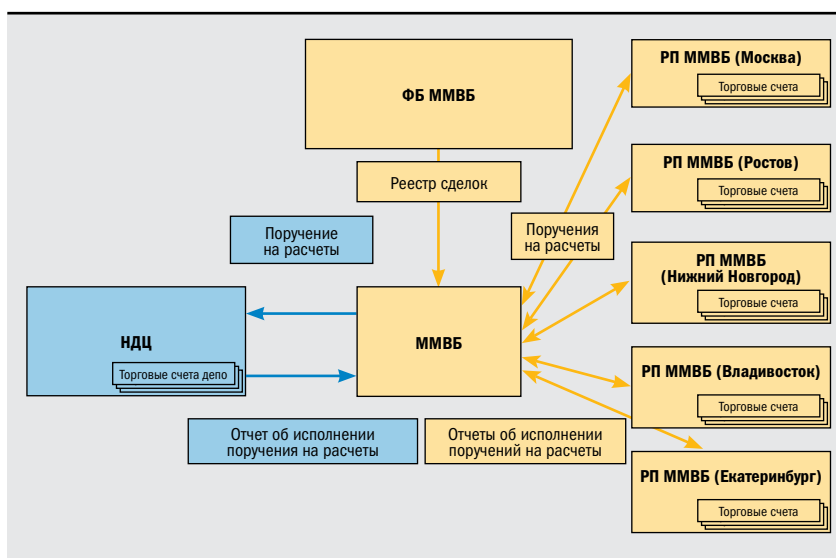


Рисунок 2. ВНЕДРЯЕМАЯ СХЕМА РАСЧЕТОВ



средствам проводятся только с использованием счетов, открытых участниками клиринга в ЗАО РП ММВБ, расположенном в Москве (рис. 1).

Данная схема расчетов не позволяет региональным участникам оперативно управлять ликвидностью, снижает скорость проведения расчетов и приводит к оттоку денежных средств из регионов в Москву, что в условиях продолжающегося кризиса недопустимо.

После реализации новой технологии участник клиринга сможет открывать денежные счета не только в головном офисе ЗАО РП ММВБ, но и в филиалах ЗАО РП ММВБ, а также в региональных расчетных центрах, а ЗАО ММВБ, в свою очередь, будет проводить клиринг и обеспечивать возможность проведения расчетов с использованием данных счетов. При внедрении проекта

ММВБ планируется подключить к новой технологии сразу четыре филиала ЗАО РП ММВБ — во Владивостоке, Ростове, Екатеринбурге и Нижнем Новгороде (рис. 2).

Впоследствии планируется распространить данную технологию на региональные расчетные центры, расположенные в Санкт-Петербурге и Новосибирске.

ПРОСТОМУ КЛИРИНГУ — ГОД

Краткое описание действующей технологии

Расчеты по сделкам, включенным в простой клиринг, проводятся отдельно по каждой сделке сразу после ее заключения. При этом время между моментом заключения сделки и полным исполнением обязательств по ней составляет

² Поручение на клиринг внебиржевой сделки — поручение участника клиринга, регистрируемое в Системе клиринга ММВБ и инициирующее процедуру занесения в Систему клиринга параметров внебиржевой сделки, в том числе внебиржевой сделки РЕПО.



Рисунок 3. КОЛИЧЕСТВО УК, ЕЖЕМЕСЯЧНО ИСПОЛНЯЮЩИХ СДЕЛКИ НА УСЛОВИЯХ ПРОСТОГО КЛИРИНГА

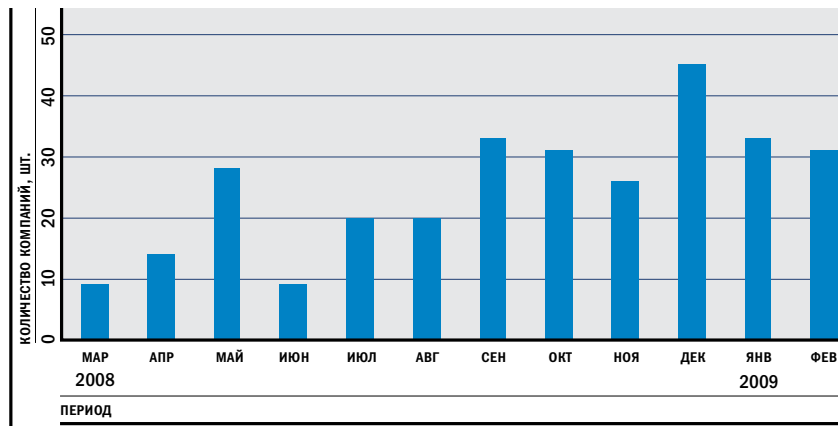
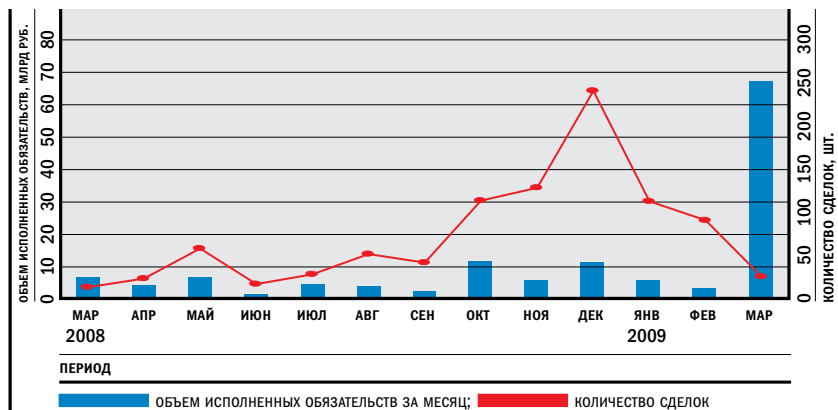
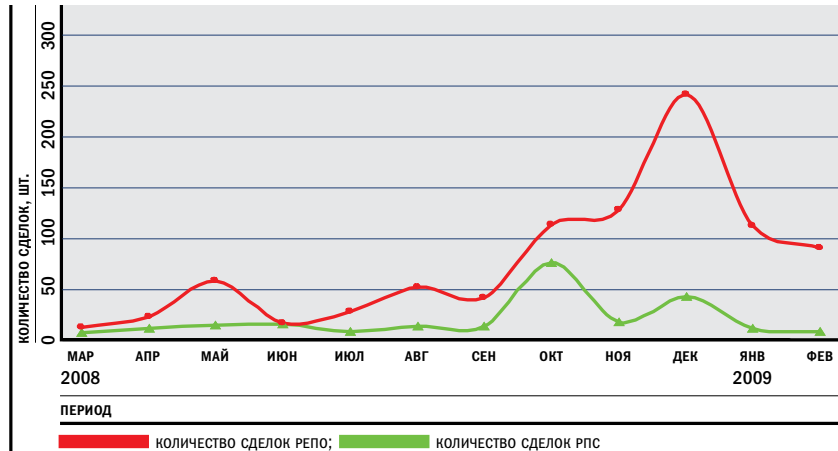


Рисунок 4. ОБЪЕМ ИСПОЛНЕННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И СДЕЛОК ПО ПРОСТОМУ КЛИРИНГУ



Примечание. Данные за март приведены по состоянию на 5 марта включительно.

Рисунок 5. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК, ЗАКЛЮЧЕННЫХ В ПЕРЕГОВОРНОМ РЕЖИМЕ (РПС), И СДЕЛОК РЕПО, ВКЛЮЧЕННЫХ В ПРОСТОЙ КЛИРИНГ



всего несколько минут. Фактически по сделкам, заключаемым на условиях простого клиринга, Группа ММВБ внедрила новую модель расчетов в режиме реального времени. ММВБ предоставила участникам клиринга возможность пользоваться технологией исполнения обязательств на условиях простого клиринга в отношении как новых, так и заключенных ранее сделок.

Сейчас заключение сделок на условиях простого клиринга обеспечивается

в следующих адресных режимах торговли ФБ ММВБ: «РПС», «РЕПО по акциям и облигациям», «Размещение: адресные заявки» и «Выкуп: адресные заявки». То есть этой технологией участники могут воспользоваться только по обоюдному согласию. Если участники клиринга решили заключить новую сделку и исполнить по ней обязательства на условиях простого клиринга, они должны в своих встречных адресных заявках указать новый код расчетов Z0. Для ММВБ это означает, что сделку (если

это сделка РЕПО, то ее первую часть) необходимо срочно рассчитать.

Сделки, заключенные в предыдущие торговые дни в указанных режимах торгов, еще не прошедшие процедуру контроля обеспечения, могут быть исполнены на условиях либо многостороннего клиринга (по обычной процедуре), либо простого клиринга, в зависимости от договоренности контрагентов по сделке.

Для сделок на условиях простого клиринга в Системе клиринга ММВБ на фондовом рынке введен новый тип отчета на исполнение — *срочный отчет на исполнение*. Его регистрация обоими контрагентами означает, что ММВБ необходимо включить обязательства по сделке в простой клиринг и незамедлительно провести по ней расчеты. С помощью срочных отчетов на исполнение можно запустить исполнение обязательств по сделкам адресных режимов торгов с кодами расчетов ВО-В30, исполнение вторых частей сделок РЕПО с любыми кодами расчетов, а также исполнение первых частей сделок РЕПО с кодами расчетов S0-S2 (с отложенной датой исполнения первой части), которые в последнее время получают все большее распространение на рынке.

Результаты внедрения проекта

С момента запуска новой технологии прошел ровно год. Анализ основных показателей эффективности позволяет назвать ее внедрение успешным.

Ежемесячно примерно 30–35 организаций исполняют обязательства по сделкам на условиях простого клиринга. Максимальный показатель был достигнут в декабре — тогда новой технологией воспользовались 45 компаний (рис. 3).

Динамика ежемесячного количества сделок и обязательств, включенных в простой клиринг, приведена на рис. 4. Особое внимание следует обратить на то, что совокупный объем исполненных обязательств за 11 месяцев составил 59 млрд руб., а за первые дни марта 2009 г. — 67 млрд руб. Такой резкий скачок обусловлен началом использования технологии простого клиринга Банком России, одной из приоритетных задач которого является ускорение проведения операций как в банковском секторе экономики, так и на рынке ценных бумаг.

По количеству сделок, включаемых в простой клиринг (да и по величине обязательств), сделки РЕПО значительно опережают сделки, заключенные в Режиме переговорных сделок (рис. 5). Особенно большой разрыв был отмечен в декабре прошлого года. ■

**Ирина Смыслова**

Руководитель Дирекции методологии, отчетности
и контроля Департамента бэк-офис ОАО «УРАЛСИБ»

О ПРЕДПОСЫЛКАХ И ПЕРСПЕКТИВАХ СОЗДАНИЯ ИНФОРМАЦИОННОГО ЦЕНТРА, ВЫПОЛНЯЮЩЕГО ФУНКЦИИ ПО ВЕДЕНИЮ ЕДИНОГО ЭЛЕКТРОННОГО СПРАВОЧНИКА ЦЕННЫХ БУМАГ

В одном из обращений к читателям журнала «Депозитариум» Директор НДЦ Николай Егоров отметил, что для создания в России независимого, мощного, открытого финансового центра «нужно развязать ряд внутренних проблемных узлов, принять комплекс законов, внедрить ряд инноваций»¹. Именно внедрению инноваций, которые позволят оптимизировать процедуры сопровождения операций с ценными бумагами и будут способствовать увеличению скорости обработки операций, посвящена данная статья.

В условиях кризиса одними из самых актуальных становятся вопросы совершенствования технологий, поэтому хотелось бы обратиться к важной теме создания информационного центра, выполняющего функции по ведению единого электронного справочника ценных бумаг. В связи с регистраторско-депозитарной раздробленностью современный информационный сервис по предоставлению данных о ценных бумагах был бы крайне востребованным.

ИНФОРМАЦИОННЫЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ БРОКЕРА

Для примера рассмотрим схему информационного взаимодействия, характерную для крупного брокера.

Как правило, крупный брокер:

1) является участником торгов (т. е. получает информацию о сделках с торговой площадки и заводит информацию в учетную систему в автоматическом режиме);

2) совершает операции на внебиржевом рынке (в этом случае сделку в учетную систему либо заводят вручную, либо она поступает из терминала трейдера через фронт-офисную систему);

3) является брокером для клиентов, с которыми у него заключены соответствующие договоры. Среди клиентов немало управляющих компаний, которые передали брокеру средства ПИФ и НПФ (в последнем случае брокер не только обязан предоставить стандартную клиентскую от-

четность, но и должен взаимодействовать с управляющими компаниями и/или спецдепозитариями, в которых учитываются средства ПИФ и НПФ. Характерная черта данного типа взаимодействия — сложность проведения сверки остатков ценных бумаг по данным брокера и спецдепозитария в связи с большим количеством наименований ценных бумаг в составе активов ПИФ и НПФ);

4) имеет договор со сторонним брокером и получает отчеты (в том числе по договорам субброкерства). Опять возникает необходимость заведения сделок в учетную систему и предоставления отчетов;

5) обязан предоставить информацию о сделках и операциях в депозитарий для

¹ Депозитариум. 2008. № 9. С. 3.



отражения операций по счетам депо, в бухгалтерию для составления бухгалтерской отчетности брокера (так как совершает операции с ценными бумагами не только клиентскими, но и с собственными) и в налоговые службы для формирования налоговых регистров. Заведение информации о сделках в данных случаях, как правило, проводится с помощью автоматических процедур загрузки.

Таким образом, вся деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг, начиная от заключения сделки,

- организацией контроля корректности данных, содержащихся в справочнике ценных бумаг.

Некорректное ведение справочника ценных бумаг влечет за собой высокие операционные риски (особенно при отражении операций конвертации, дробления, консолидации выпусков ценных бумаг), риски искажения бухгалтерской, налоговой и клиентской отчетности (в том числе ошибочного расчета стоимости чистых активов и вознаграждений).

Далее бэк-офис сталкивается с необходимостью провести сверку данных бэк-офисной учетной системы с данными системы депозитарного учета, получить отчеты и «закачать» сделки по договорам субброкерства, передать информацию в спецдепозитарию, управляющие компании и т. д.

Для решения задачи быстрого и корректного информационного взаимодействия между различного рода профессиональными участниками требуются IT-специалисты, чтобы обеспечить синхронизацию данных (в том числе форматов данных) при проведении сверки остатков ценных бумаг, загрузки информации о сделках и операциях с ценными бумагами.

Наконец, при решении задачи успешного информационного взаимодействия профессиональных участников, выступающих в различных ипостасях, не обойтись без методолога, который проанализирует форматы входящих и исходящих данных, определит перечень мер для обеспечения синхронизации информации и пути их реализации, составит технические задания для IT-специалистов и подготовит инструкции пользователей для сотрудников бэк-офиса.

В таких условиях у крупного брокера возникает желание получать информацию, позволяющую решить задачу корректной идентификации ценной бумаги, из единого источника, что позволит сделать процесс ведения справочников ценных бумаг таким же простым и удобным, как существующие в настоящее время процедуры загрузки биржевых котировок («ветераны» ценно-бумажных бэк-офисов помнят, что когда-то биржевые котировки также были одной из болевых точек процесса сопровождения операций с ценными бумагами).

Для решения задачи корректного ведения справочника ценных бумаг мы рассматривали возможность использовать в качестве источника информации о ценных бумагах базы данных различных инфраструктурных организаций

12 Проблема единообразной идентификации ценной бумаги особенно актуальна в связи с необходимостью перехода на единые форматы электронного взаимодействия в целях построения единой технологической цепочки обработки документов, например: брокер — управляющая компания — спецдепозитарий — ФСФР России.

проведения расчетов по сделке, ее отражения в учетных системах (фронт-офисных, бэк-офисных, депозитарных, бухгалтерских, налоговых) и заканчивая проведением сверки остатков и представлением отчетности клиентам и в регулирующие органы, а также обеспечением соблюдения прав владельцев ценных бумаг, связана с идентификацией ценной бумаги и ее корректным отражением в учетных системах.

ПРОЦЕДУРЫ, СВЯЗАННЫЕ С ИДЕНТИФИКАЦИЕЙ ЦЕННЫХ БУМАГ, И ПУТИ ИХ ОПТИМИЗАЦИИ

В настоящее время при идентификации ценной бумаги профессиональные участники рынка ценных бумаг, независимо от вида лицензии, сталкиваются со следующими проблемами:

- поиском информации о ценных бумагах;
- корректным вводом информации о ценных бумагах в справочники ценных бумаг;
- актуализацией информации, содержащейся в справочнике ценных бумаг;
- поиском и хранением информации о корпоративных событиях;
- поиском и хранением информации о купонных выплатах и выплате дивидендов;

Обеспечение полноценного ведения справочника ценных бумаг требует от профессиональных участников значительных ресурсов. Как минимум на одного сотрудника бэк-офиса должна быть возложена ответственность за корректное ведение справочника ценных бумаг в системе внутреннего учета. Он должен обеспечить своевременное и корректное описание ценной бумаги (наименование эмитента, *ISIN*-код, номер государственной регистрации, данные об эмиссии и другие параметры ценной бумаги). Кроме того, сотрудники должны отследить появление дублей при описании выпусков и эмитентов, так как при наличии дублей возникают нарушения, например, в налоговых регистрах.

Переход на единые форматы электронного взаимодействия потребует синхронизации данных не только при ведении справочника ценных бумаг. Аналогичные задачи возникают в связи с необходимостью ведения справочников контрагентов, клиентов, расчетных депозитариев, реестров.



рынка ценных бумаг: НДЦ, ЗАО «ДКК», СКРИН, *Bloomberg* и т. д. Однако изучение информационного сервиса этих организаций показал, что на данный момент ни одна из баз данных не содержит в полном объеме всю необходимую информацию.

Рассмотрим более подробно источники информации о ценных бумагах. Безусловным лидером при описании выпусков облигаций и торгуемых ценных бумаг является НДЦ. Нельзя не отметить, что вступление НДЦ в Ассоциацию национальных нумерующих агентств (АННА) значительно усилило его позиции как источника информации о ценных бумагах, поскольку НДЦ не только сам присваивает *ISIN*- и *CFI*-коды ценным бумагам российских эмитентов, но и оказывает содействие в присвоении кодов *ISIN* и *CFI* иностранным финансовым инструментам, предоставляет информацию о наличии в глобальной базе данных АННА кодов *ISIN* и *CFI*, присвоенных иностранным финансовым инструментам национальными нумерующими агентствами других стран. Хотелось бы также отметить наличие у НДЦ практики решения задачи межсистемной синхронизации данных по ценным бумагам при информационном взаимодействии с другими организациями, такими как ДКК, Сбербанк России, ИНГ Банк, ММВБ.

По сравнению с НДЦ ЗАО «ДКК» имеет больше открытых счетов у региональных регистраторов. При этом описание ценных бумаг в НДЦ и ДКК различается: если профессиональный участник торговал исключительно на ММВБ (и описывал ценные бумаги по данным ММВБ), а затем начал совершать операции на РТС, то при загрузке сделок РТС будет выявлено полное несоответствие полей описания ценных бумаг, и сделки в систему не загрузятся (если, конечно, предусмотрительный профессиональный участник не принял меры по составлению таблиц соответствия).

СКРИН, безусловно, владеет существенным механизмом сбора информации от эмитентов, но база данных этой организации содержит сведения, в большей степени пригодные для проведения фундаментального анализа и обеспечения прозрачности эмитента, чем для решения задач бэк-офиса, депозитария, бухгалтерии.

Следует отметить, что проблема единой идентификации ценной бумаги особенно актуальна в связи с необходимостью перехода на единые форматы электронного взаимодействия в целях построения единой технологической цепочки обработки документов, например: бро-

кер — управляющая компания — спецдепозитарий — ФСФР России.

В настоящее время Советом директоров ПАРТАД утверждены единые форматы электронного взаимодействия участников рынка коллективных инвестиций. Переход на электронный документооборот (ЭДО) при взаимодействии со специализированными депозитариями приобрел особую актуальность в связи с принятием Государственной думой Российской Федерации новых редакций федеральных законов «Об инве-

ствия между различными участниками рынка ценных бумаг.

Таким образом, создание единого справочника ценных бумаг позитивно скажется на проведении операций на рынке ценных бумаг, что обеспечит новый качественный уровень защиты прав инвесторов, а также повысит конкурентоспособность российского рынка ценных бумаг.

В соответствии с пп. 12 и 13 ст. 42 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бу-

Создание единого справочника ценных бумаг позитивно скажется на проведении операций на рынке ценных бумаг, что обеспечит новый качественный уровень защиты прав инвесторов, а также повысит конкурентоспособность российского рынка ценных бумаг.

стиционных фондах» и «О негосударственных пенсионных фондах». Хотелось бы отметить, что переход на единые форматы электронного взаимодействия потребует синхронизации данных не только при ведении справочника ценных бумаг. Аналогичные задачи возникают в связи с необходимостью ведения справочников контрагентов, клиентов, расчетных депозитариев, реестров.

ПОЗИТИВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ ЕДИНОГО СПРАВОЧНИКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Наличие единого справочника ценных бумаг и доступность содержащейся в нем информации позволят:

- избежать рисков, связанных с некорректной идентификацией ценных бумаг;
- снизить расходы на обслуживание операций с ценными бумагами за счет централизованного ведения и актуализации единого справочника ценных бумаг;
- повысить скорость и качество обработки операций в учетных системах и подготовки отчетности;
- повысить скорость и качество проведения расчетов;
- автоматизировать процедуру ведения сверки ценных бумаг;
- создать базу для реализации единых форматов электронного взаимодей-

маг» ФСФР России обеспечивает раскрытие информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг и профессиональных участниках рынка ценных бумаг, а также создание общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг.

О ВОЗМОЖНОЙ ИНИЦИАТИВЕ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Возможно, участникам рынка ценных бумаг следует обратиться в ФСФР России с инициативой законодательно утвердить в целях развития существующей системы раскрытия информации о ценных бумагах необходимость проведения работ по созданию и ведению единого справочника ценных бумаг и поручить одному из субъектов рынка ценных бумаг формирование единого справочника ценных бумаг (например, создать для этих целей Информационный центр фондового рынка или, что кажется более перспективным, реализовать такую задачу в рамках создания Центрального депозитария России). При этом нет сомнений, что при создании любых справочников необходимо учитывать и международный опыт, основанный на международных стандартах, и, в частности, идентификацию ценных бумаг по международному коду *ISIN*, широко применяемую на мировом фондовом пространстве. ■



РАССУЖДЕНИЯ О КРЕДИТОВАНИИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

ОБЗОР РОССИЙСКИХ И ЗАРУБЕЖНЫХ МАТЕРИАЛОВ¹

ЕЛЕНА НЕНАХОВА

Департамент операций на финансовых рынках
Банка России

АЛЕКСАНДР БАРЩЕВСКИЙ

Депозитарный центр
ОАО «Газпромбанк»

РАССУЖДЕНИЯ О ДЕТАЛЯХ

Давайте я сочту, что вы все это поняли и что все это очевидно.

*Из курса лекций
по строительной механике
(МАИ, 1983)*

Услуги по управлению обеспечением

Некоторые глобальные кастодианы и международные расчетно-депозитарные организации предлагают услуги по управлению обеспечением (*tri-party collateral management facilities*) на рынках ценных бумаг. Эти услуги позволяют сторонам сделки передать часть или все административные операции, связанные с обеспечением, третьей стороне — кредитному агенту. При этом заимодавец и заемщик заключают не только соглашение друг с другом, но и трехстороннее соглашение с агентом. Обычно в роли агента выступает банк одной из сторон сделки. Например, дилер совершает сделку с инвестором по заимствованию денежных средств под обеспечение в виде ценных бумаг. Агентом по сделке является банк дилера. Банк-агент сверяет условия сделки и получает денежные средства от инвестора и ценные бумаги от дилера. Далее он кредитует денежный счет дилера и одновременно переводит ценные бумаги обеспечения на счет кредитора денежных средств. Банк-агент отвечает за денежную оценку обеспечения и за то, что ценные бумаги обеспечения соответствуют необходимым критериям. Он также выполняет полное администрирование обеспечения — от ежедневной оценки по рынку и работы с маржой до корпоративных действий. Агенту может быть поручено осуществление замены обеспечения другими ценными бумагами. Данный вид услуг предоставляет различные выгоды участникам. Внутрибанковская поставка минимизирует количество неудавшихся расчетов и уменьшает вероятность дневного овердрафта по денежным счетам и счетам депо.

За счет стандартизации информационных потоков повышается эффективность выполнения расчетных инструкций и администрирования обеспечением. Участники сделки экономят на тарифах по сравнению со сборами за кастодиальные и расчетные услуги.

Организации, обеспечивающие клиринговые и расчетные услуги

Клиринг и расчеты по сделкам кредитования ценными бумагами в целом аналогичны данным процессам по обычным сделкам. Отличия касаются недостаточно развитого использования неттинга и дополнительных перемещений ценных бумаг, которые требуются, в частности, при работе с маржой или при замене обеспечения в течение периода существования сделки.

Клиринговые организации

В последние годы проявляется растущий интерес к развитию централизованных клиринговых услуг, особенно для сделок РЕПО. По мнению участников рынка, издержки по информационному обеспечению и клирингу сделок кредитования ценными бумагами являются одним из основных препятствий к росту объемов на этом рынке.

Централизованная сверка и клиринг могут позволить:

- уменьшить объем требуемых для расчетов денежных средств и ценных бумаг и, как следствие, снизить стоимость обеспечения и увеличить ликвидность;
- сделать возможным многосторонний неттинг обязательств;
- увеличить количество анонимных сделок;
- сократить требования к размеру капитала участников, устанавливаемого регулируемыми органами.

Однако есть и обратная сторона. Клиринговые организации концентрируют риски, и требуется разработка адекватных мер для управления этими рисками. Клиринговые организации вводят специальные программы кредитования, кото-

рые дают возможность участникам покрыть временную нехватку ценных бумаг в течение одного цикла расчетов.

Центральные банки

Рынок кредитования ценными бумагами, в частности рынок РЕПО, используется многими центральными банками различных стран как инструмент проведения своей денежной политики и источник информации об ожиданиях участников рынка относительно этой политики. Некоторые центральные банки осуществляют кредитование госбумагами со своего счета для обеспечения ликвидности рынка РЕПО и содействия процессам расчетов по госбумагам.

Так, в августе 2007 г. Федеральная резервная система США разработала ряд инструментов, позволяющих улучшить ситуацию с ликвидностью. Одним из таких инструментов стала программа экстренного кредитования ценными бумагами — *Term Securities Lending Facility (TSLF)*. Если раньше в операциях рефинансирования Центрального банка США деньги менялись на ценные бумаги, то теперь в случае с *TSLF* ценные бумаги меняются на ценные бумаги, т. е. актив на актив. В рамках данной программы ФРС США проводит еженедельные аукционы, на которых предоставляет в кредит первичным дилерам казначейские облигации США; в качестве обеспечения дилеры предоставляют долговые ценные бумаги (как правило, неликвидные) с инвестиционным рейтингом. Срок заимствования составляет 28 дней. Таким образом, действия ФРС США направлены на повышение ликвидности облигационных рынков.

Центральные расчетные депозитарии

Большинство центральных расчетных депозитариев (ЦД) не осуществляют расчеты по сделкам кредитования ценными бумагами каким-то особым способом. Лишь немногие ЦД рассматривают обработку сделок по кредитованию в качестве от-

¹ Окончание. Начало см.: Депозитариум. 2009. № 3.



дельной услуги, поскольку часто ЦД не имеют возможности идентифицировать, является ли сделка обычной или связанной с кредитованием. Некоторые ЦД предоставляют клиентам услуги по управлению деятельностью, связанной с кредитованием ценными бумагами. Эти ЦД могут определять, какие ценные бумаги на счетах клиента переданы в заем, какие приняты в заем и какие не связаны с кредитованием, что предоставляет возможность автоматически поддерживать состояние расчетных счетов клиентов. При корпоративных действиях и необходимости налоговых удержаний ЦД осуществляют соответствующую корректировку счетов. В некоторых случаях ЦД предоставляют клиенту специальные инструкции, использование которых позволяет осуществлять обратную поставку ценных бумаг на дату истечения срока, ежедневно переоценивать обеспечение и уточнять маржевые платежи.

В последнее время в целях повышения эффективности расчетов и сокращения количества неудавшихся поставок ценных бумаг некоторые ЦД вводят специальные процедуры по автоматизации сделок кредитования. Для реализации этих процедур организуется пул кредиторов, и переводы ценных бумаг осуществляются автоматически и на анонимной основе, без обращения к кредитору или заемщику. Обычно такие системы отслеживают и помогают клиенту управлять деятельностью по кредитованию, а также идентифицируют потенциальные короткие позиции и в автоматическом режиме корректируют счета кредиторов и заемщиков. Контрагентом по займу может выступать или сам ЦД, или клиент-заемщик. Займы предоставляются на очень короткий срок. При этом денежный счет кредитора ценных бумаг кредитуется в день предоставления займа, и кредитор может инвестировать их на условии *overnight*. Данная услуга не предназначена для регулярного использования, ее назначение — обеспечение ликвидности, так сказать, в крайнем случае. Поэтому и стоимость ее высока. Данная услуга выгодна кредитору, поскольку обеспечивает ему дополнительный доход, и полезна заемщику, так как гарантирует ему безопасность и быстроту процесса расчетов. В дополнение к вышеописанным процедурам ряд ЦД организуют пул кредиторов, который уже на основе двусторонних соглашений предоставляет бумаги участникам, у которых срывается поставка ценных бумаг.

Организации, обеспечивающие международные расчеты

Организации, обеспечивающие международные расчеты, связанные с креди-

тованием ценными бумагами, подразделяются на 4 категории:

- локальные агенты;
- глобальные кастодианы;
- международные расчетно-депозитарные организации (*international central securities depositories*);
- национальные ЦД, организовавшие взаимодействие друг с другом.

Локальные агенты (обычно это местные кастодианы) предоставляют как резидентам, так и нерезидентам полный набор кастодиальных и расчетных услуг, необходимых для выполнения международных расчетов. Глобальные кастодианы для решения этих задач используют сеть субкастодианов, которая включает как местные подразделения глобального кастодиана, так и локальных агентов. К преимуществам, которые получает клиент глобального кастодиана, относятся:

- взаимодействие только с одним лицом — глобальным кастодианом;
- единый интерфейс взаимодействия;
- более низкие тарифы в силу большего масштаба деятельности.

Международные расчетно-депозитарные организации (*Euroclear* и *Clearstream*) играют значительную роль в осуществлении международных расчетов по ценным бумагам, особенно по недолларовым долговым бумагам, предоставленным в заем или служащим обеспечением. Международные расчетно-депозитарные организации взаимодействуют с национальными ЦД и локальными агентами во многих странах.

Выгоды от использования международных расчетно-депозитарных организаций могут быть следующими. Как и в случае с глобальными кастодианами, клиент взаимодействует с одним лицом по единому интерфейсу по конкурентным тарифам. Кроме того, количество клиентов международных расчетно-депозитарных организаций таково, что позволяет во многих случаях рассчитывать внутри, не прибегая к внешнему взаимодействию, или через «мост», связывающий *Euroclear* и *Clearstream*. Благодаря внутренним расчетам и предоставлению дневных ссуд ценных бумаг становится возможным урегулирование компенсационных сделок (*back-to-back transaction*), связанных с кредитованием ценными бумагами, расчеты по которым на национальных рынках через местных агентов либо затруднены, либо невозможны. В то же время при компенсационных сделках, когда одна из сторон является участником международных расчетно-депозитарных организаций, а другая — нет, могут возникнуть проблемы с расчетами. Например, если циклы обработки в национальной системе расчетов производятся в течение рабочего

дня, то они могут произойти после завершения цикла обработки и расчетов в международных расчетно-депозитарных организациях. Тогда участник международных расчетно-депозитарных организаций не сможет рассчитать компенсационные сделки, в которых он занимает бумаги на местном рынке и затем старается поставить эти ценные бумаги другому участнику международных расчетно-депозитарных организаций или назад, на местный рынок. Для того чтобы избежать подобных ситуаций, участники вынуждены преддепонировать ценные бумаги до даты расчетов и нести дополнительные издержки по финансированию и поддержке ликвидности или же занимать ценные бумаги в течение ночного цикла обработки в международных расчетно-депозитарных организациях.

Этапы сделки

Сделки, связанные с кредитованием, являются в общем случае более сложными, чем обычные сделки с ценными бумагами. Для минимизации рисков и успешного завершения сделки могут потребоваться различные промежуточные расчеты. Отличительной чертой сделки по кредитованию является также и то, что процесс расчетов по ней может осуществляться как по схеме «поставка против платежа» (*DVP*), так и по схеме «поставка против поставки» (*DVD*).

Заключение сделки

До заключения сделки стороны формируют условия соглашения, которое будет регулировать сделку, и тщательно оценивают риск контрагента. Затем они определяют, какие бумаги будут участвовать в сделке, что будет являться обеспечением, устанавливают срок сделки, необходимые требования к марже и ценовые параметры сделки. На рынке сделок РЕПО стороны-принципалы обычно взаимодействуют друг с другом напрямую (по телефону или через брокеров), используя принятые на рынке головные соглашения по сделкам РЕПО. Здесь пока еще электронная торговля не получила заметного развития, хотя и сделаны значительные шаги вперед. Более разнообразна практика на рынке ссуд. Агенты заимодавцев, например кастодиальные банки, взаимодействуют не с одним, а с несколькими заемщиками, с которыми у них уже имеются отношения. Иногда заимодавец и его агент привлекают брокеров для поиска заемщика. Некоторые заимодавцы устраивают торги среди заемщиков для определения стороны, предложившей наилучшую цену. Часть заимодавцев имеют эксклюзивные отношения с рядом заемщиков, и в этом случае они получают гарантированную плату.



Сроки сделок

В основном сделки по кредитованию заключаются в режиме открытой сделки, т. е. ссуда может быть возвращена, восстановлена или вновь возобновлена либо по требованию, либо после согласованного периода, обычно от 1 до 3 дней. Срок сделки варьируется в зависимости от вида ценных бумаг, участвующих в сделке. Типичный срок для сделки с акциями составляет 1–2 месяца, с облигациями — несколько дней. Сделки РЕПО имеют более короткий срок. Обычно они заключаются на условии *overnight*, хотя на большинстве рынков РЕПО по госбумагам срок исполнения может достигать 12 месяцев.

Объемы сделок

Средний объем сделок в значительной степени связан с рынком. Размер типовой сделки, ориентированной на деньги (сделка РЕПО по госбумагам), может превышать размер типовой сделки, ориентированной на бумаги (ссуда акций), на некоторых рынках в 10 раз.

Ценообразование на рынке кредитования ценными бумагами

По сделке кредитор получает вознаграждение, которое может быть в форме платы за ссуду или ставки РЕПО. Если в сделке ссуды ценных бумаг в качестве обеспечения предоставляются денежные средства, то вознаграждение принимает форму скидки, при этом часть дохода от временного инвестирования этих средств возвращается заемщику. Ценообразование на рынке, ориентированном на деньги, и рынке, ориентированном на бумаги, определяется разными факторами. На рынок, ориентированный на деньги, значительное влияние оказывают условия на денежном рынке. Ставка РЕПО по первоклассным госбумагам определяет точку отчета, и для обеспечения в виде менее качественных ценных бумаг ставка РЕПО будет выше. На рынке, ориентированном на бумаги, ценообразование в основном определяется доступностью бумаг, предоставляемых в заем. Ставка РЕПО будет тем выше, чем больше спрос на определенные ценные бумаги относительно их предложения. Аналогично и для ссуд — плата для заемщика будет выше, если больше спрос на интересующие его бумаги. Например, размер платы может находиться в пределах от 1 базисного пункта по наименее ликвидным ценным бумагам до 10 базисных пунктов по наиболее ликвидным ценным бумагам. Пропорция, в которой вознаграждение делится между клиентом-кредитором и его агентом, может изменяться в больших пределах, и ее уровень в основном определяется конкурен-

цией между агентами, но в подавляющем большинстве случаев клиент получает основную часть платы заемщика.

РАССУЖДЕНИЯ О ТЕХНОЛОГИЯХ

Вопрос: хорошо это или плохо?

Ответ: пока нет.

*Из курса лекций
по проектированию космических
аппаратов (МАИ, 1986)*

Требования к конструкции учетной системы бизнеса «кредитование ценными бумагами»

Основу учетной системы бизнеса «кредитование ценными бумагами» составляет учетная система, основанная на ведении счетов взаимных обязательств. На счетах обязательств отражается задолженность лица перед другими лицами по условиям заключенных кредитных сделок, а также задолженность других лиц перед данным лицом по заключенным кредитным сделкам. Счета обязательств должны поддерживать следующие аналитики: по видам активов, по кредиторам, по должникам, по сделкам, по датам исполнения обязательств. В учетной системе должна существовать картотека заключенных сделок, в которой по каждой сделке учитываются параметры сделки (кредитор, должник, актив, связанная сделка (кредитная или обеспечения), дата заключения и исполнения обязательств, объем обязательств, штрафы за неисполнение обязательств). В учетной системе должны отражаться данные об остатках на счетах депо должников и кредиторов в различных депозитариях. Одной из разновидностей счетов обязательств является счет задолженности лица по расчетам за услуги инфраструктуры. Документами первичного учета выступают отчеты о заключенных сделках, выписки со счетов депо, банковские выписки со счетов кредиторов и должников.

Все существующие на сегодняшний день технологии заимствования ценных бумаг имеют общие черты:

- учет обязательств по займам ценных бумаг, так же как и учет обеспечения обязательств по займам, ведется или специализированным подразделением на основании договоров с участниками и депозитарием, или специализированной структурой — кредитным агентом;

- специализированное подразделение (кредитный агент), осуществляющее учет обязательств, наделяется кредиторами и заемщиками правами оператора специальных счетов депо (разделов счетов депо) в депозитарии, на которых учитываются ценные бумаги обеспечения займов и с которых осуществляется перевод ценных бумаг в заем;

- в течение всего периода пользования займом ценных бумаг обязательства заемщика по возврату займа обеспечены его ликвидными ценными бумагами на счетах депо в депозитариях, оператором которых выступает специализированное подразделение (кредитный агент);

- специализированное подразделение (кредитный агент) осуществляет ежедневную переоценку размера обеспечения и контролирует достаточность обеспечения на протяжении всего срока пользования займом до его полного возврата;

- при недостатке обеспечения кредиторы вправе требовать досрочного возврата займа, а специализированное подразделение (кредитный агент) обеспечивает возможность погашения обязательств заемщика перед кредитором за счет ценных бумаг обеспечения займа в случае просрочки исполнения заемщиком своих обязательств по возврату займа.

Кредитование ценными бумагами можно классифицировать по нескольким категориям, и дальнейшее развитие данного рынка, по всей видимости, будет происходить в этих направлениях:

- *Операционное кредитование ценными бумагами.*
- *Автоматическое кредитование ценными бумагами.*
- *Предварительное кредитование ценными бумагами.*

Что может включать в себя структура бизнеса «кредитование ценными бумагами»? Прежде всего это следующие компоненты:

1. Система договоров, определяющая отношения между участниками процессов кредитования ценными бумагами (кредиторами, должниками, организатором кредита (кредитным агентом)).

2. Система учета обязательств и программно-технический модуль учета обязательств участников процесса кредитования ценными бумагами, позволяющий сопровождать автоматизированный учет обязательств (включая обязательства по штрафам и пени), контролировать своевременное исполнения обязательств сторонами, автоматизировать процесс исполнения обязательств.

3. Набор бизнес-процессов, обеспечивающих кредитование ценными бумагами, включая систему документооборота и операционную документацию.

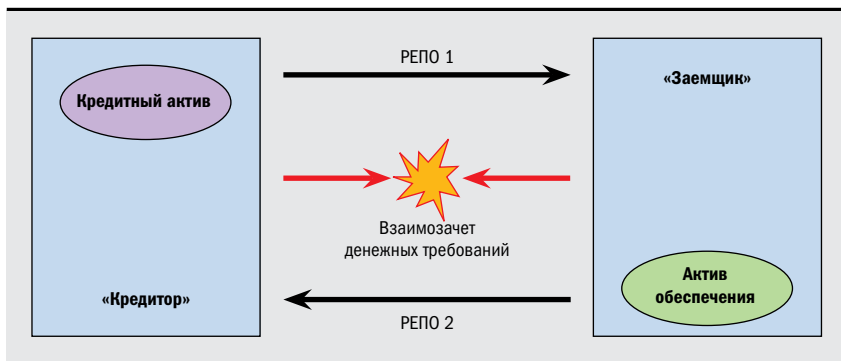
4. Отлаженное взаимодействие с группой кредиторов и должников.

Состав услуг, входящих в бизнес «кредитование ценными бумагами»

Комплекс услуг кредиторам:

- Информирование потенциальных заемщиков об имеющихся кредитных ре-

Рисунок 4. СХЕМА ПРОВЕДЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ



сурсах и условиях кредитования ценными бумагами.

- Посреднические услуги по заключению кредитных сделок, как сегрегированных, так и типа «омнибус», с формированием единого кредитного пула из кредитных ресурсов различных кредиторов.
- Аутсорсинг учета обязательств по заключенным сделкам с регулярной и по запросу отчетностью о состоянии исполнения обязательств.

• Операционное сопровождение заключенных сделок (мониторинг обязательств, подготовка для кредитора распорядительных документов на исполнение сделок).

• Реализация обеспечения при неисполнении должником обязательств, обеспечение возврата активов, переданных в кредит.

• Депозитарный учет активов, переданных в обеспечение заключенных сделок.

Комплекс услуг должникам:

- Подбор потенциальных кредиторов.
- Посреднические услуги по заключению кредитных сделок.
- Аутсорсинг учета обязательств по заключенным сделкам с отчетностью о состоянии исполнения обязательств сторонами по сделке.
- Мониторинг обязательств с подготовкой распорядительных документов на исполнение обязательств.
- Гарантия возврата обеспечения при возврате кредита.

Возможные юридические решения в бизнесе «кредитование ценными бумагами»

Учитывая существующие юридические и налоговые риски сделок типа «заем ценными бумагами», в рамках существующего правового поля предполагается реализовать технологию кредитования ценными бумагами через существующий и широко используемый механизм денежного РЕПО — так называемое «двойное» связанное РЕПО. В этом случае цели кредита ценными бумагами достигаются путем одновременного заключения двух договоров «денежного» РЕПО.

По первому договору предмет займа переходит в собственность «должника», по второму — ценные бумаги обеспечения переходят в собственность «кредитора». При этом встречные денежные обязательства должника и кредитора взаимочитываются и «кредитная» сделка исполняется без денежных расчетов. Использование в данном случае формы встречного денежного РЕПО взамен простого ценнобумажного РЕПО оправдано более проработанной (юридически и с точки зрения налогообложения) схемой денежного РЕПО.

Возврат «кредита» осуществляется в результате исполнения вторых частей двух сделок денежного РЕПО. В случае неисполнения одной из сторон своих обязательств по заключенным сделкам, противоположная сторона вправе использовать полученные и находящиеся в ее собственности активы для удовлетворения своих претензий. Риски, связанные с возможным изменением рыночных цен на участвующие в сделке ценные бумаги, управляются участниками сделки через дисконт, размер которого является одним из торгуемых параметров сделки. С целью минимизации рисков участников условия заключенных договоров должны предусматривать обязательства по изменению объемов «кредита» и/или «обеспечения» при изменениях рыночных цен, нарушающих паритет кредитных и долговых обязательств сторон. В соответствии с условиями договоров РЕПО пра-

ва из ценных бумаг (доходы и право голоса) могут оставаться либо за «кредитором», либо за «должником». Реализация прав «кредитора» из ценной бумаги осуществляется на основании доверенности «должника».

Место организатора кредитов (кредитного агента) ценными бумагами в обслуживании кредитных сделок

Организатор кредита ценными бумагами в конкретной кредитной сделке может выполнять следующие функции:

1. Независимый оператор кредитной сделки

В данной роли организатор технически обеспечивает процесс заключения кредитной сделки между кредитором и должником, осуществляет независимый учет и мониторинг обязательств должника и кредитора по заключенной сделке, следит за соблюдением условий кредитной сделки, при необходимости определяет размер штрафов и пени, возлагаемых на кредитора и/или должника при неисполнении ими своих обязательств по сделке, подготавливает для участников сделки макеты распорядительных документов в депозитарий, необходимых для расчетов по сделке, предоставляет участникам сделки отчеты (на регулярной основе или по отдельному их запросу) о состоянии исполнения обязательств по сделке. Выступает арбитром в досудебном решении споров участников сделки относительно исполнения условий сделки.

2. Посредник между кредитором и должником сегрегированной сделки

В данной роли организатор выступает кредитором/должником в отношениях с должником/кредитором по конкретной кредитной сделке. Для этого параллельно с заключением сделки с должником/кредитором организатор заключает зеркальную сделку с кредитором/должником на требуемый кредитный актив, в которой организатор выступает в качестве должника/кредитора. В зеркальной сделке обеспечением выступают

Рисунок 5. ВОЗМОЖНЫЕ УЧАСТНИКИ ОПЕРАЦИЙ

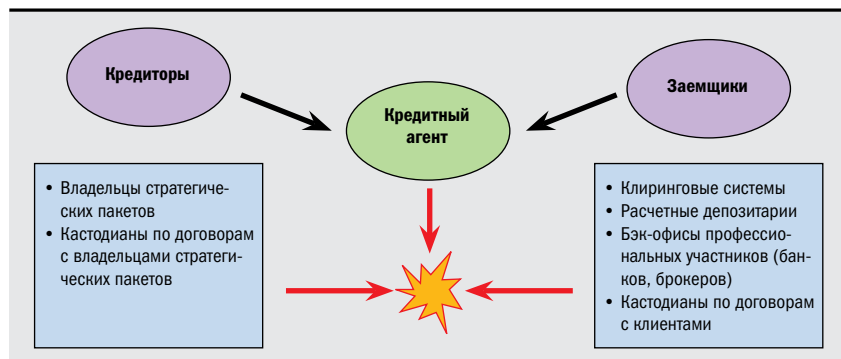




Рисунок 6. ПОДГОТОВИТЕЛЬНЫЕ ПРОЦЕДУРЫ

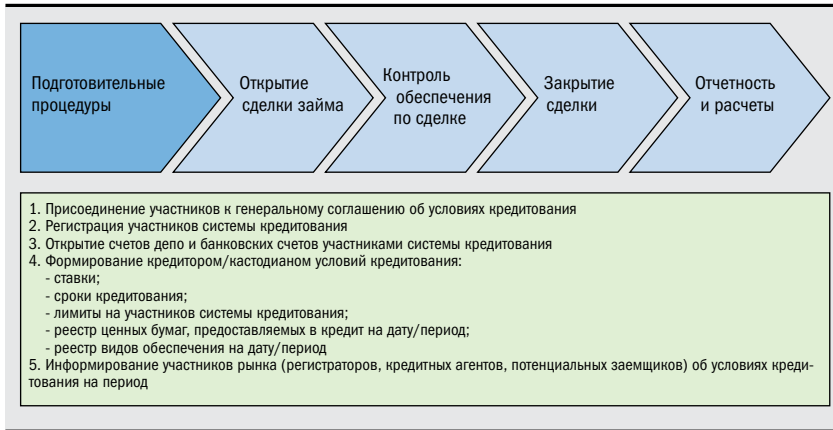


Рисунок 7. ОТКРЫТИЕ СДЕЛКИ ЗАЙМА

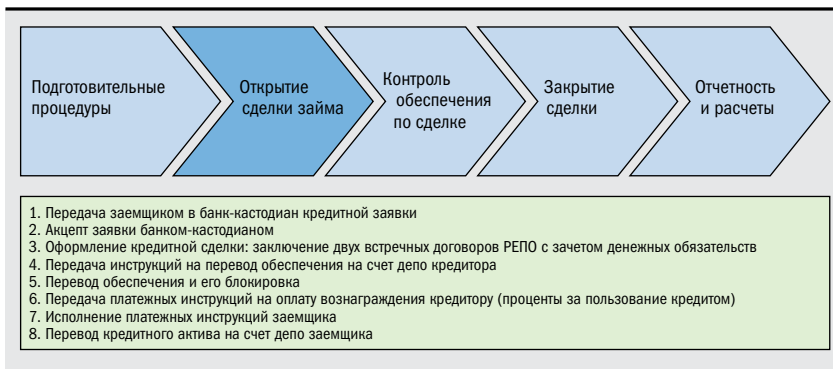


Рисунок 8. КОНТРОЛЬ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПО СДЕЛКЕ



векселя организатора. По требованию «истинного» кредитора/должника сделки дополнительно между ним и организатором может быть заключен второй зеркальный договор, предусматривающий обмен активов обеспечения «истинного» должника/кредитора на векселя организатора. В результате второго зеркального договора у кредитора/должника в собственности в течение действия кредитной сделки окажутся активы должника/кредитора, переданные в качестве обеспечения/кредита кредитного договора должника/кредитора с организатором. При возврате кредита обмен активами между кредитором, организатором и должником осуществляется в обратном порядке.

3. Кредитор — представитель кредитного пула активов

В данной роли организатор до заключения конкретных сделок с должниками формирует кредитный пул актива, заключая с потенциальными кредиторами кредитные сделки и передавая потенциальным кредиторам в обеспечение свои векселя. Кредитор имеет право досрочно прекратить действие договора с организатором в пределах свободного остатка активов кредитного пула. По заявке должника организатор в качестве кредитора заключает с должником кредитную сделку, принимая в обеспечение согласованные с кредитором активы. Кредиты предоставляются на стандартных условиях. Ежедневно произво-

дится начисление процентов на выданные кредиты. При прекращении договора между кредитором и организатором (выходе кредитора из кредитного пула) кредитору уплачиваются начисленные проценты в соответствии со сроком нахождения активов кредитора в кредитном пуле доли активов данного кредитора в общем объеме активов кредитного пула. Данная роль позволяет без изменения действующих нормативных актов в рамках существующих правовых и налоговых условий сделок денежного РЕПО реализовать систему автоматического кредитования исполнения торговых сделок (включая кредитование исполнения результатов клиринга).

4. Кредитный оператор

Результатом реализации предлагаемого проекта является создание самостоятельного бизнеса, взаимодействующего с другими участниками процесса кредитования ценными бумагами на основе стандартного обмена поручениями и отчетами, т. е. не требующего интеграции в существующие бизнес-процессы депозитария или клиринговой системы.

Технология реализации операций заимствования в депозитарии

В проведении операций заимствования можно выделить следующие стадии:

1. Подготовительные процедуры (рис. 6).
2. Открытие сделки займа (рис. 7).
3. Контроль обеспечения по сделке (рис. 8).
4. Закрытие сделки займа (рис. 9).
5. Отчетность и расчеты (рис. 10).

В соответствии с логикой депозитарного учета фиксация прав на ценные бумаги и фиксация обременений ценных бумаг должны производиться в рамках одной организации. Однако из-за специфики и разнообразия операций, связанных с учетом обременений, они плохо укладываются в сегодняшнюю технологию выполнения стандартных операций расчетного депозитария, которую характеризует стремление к скорости и единообразию.

Операции депозитария, связанные с заимствованиями, целесообразно выполнять в отдельном подразделении. Это подразделение обрабатывает соответствующие заявки и поручения, ведет учет договоров заимствования. Все базы данных, необходимые для осуществления операций заимствования, также ведутся в этом подразделении. Такая схема позволяет, не меняя стандартную технологию расчетов и не усложняя действующую расчетную систему, обеспечить выполнение всех необходимых операций.

Ценные бумаги, обремененные обязательствами, учитываются на отдельных

счетах или на специальных разделах счетов депо в совокупности, без разбивки на отдельные группы. При обработке поручений, относящихся к этим счетам (разделам), стандартная депозитарная система не анализирует эти поручения, а передает их на анализ возможности исполнения в соответствующее подразделение. Там поручение обрабатывается, после чего возвращается в стандартную учетную систему депозитария с пометкой «выполнить» или «не выполнять».

После выполнения поручения на основании данных депозитарного учета в «кредитном подразделении» вносятся изменения в специальные учетные регистры. Можно сказать, что с каждым счетом депо (разделом счета), на котором находятся ценные бумаги, обремененные обязательствами, связан некоторый «контролер», хранящий все нужные для учета обременений данные, выполняющий необходимые операции и подающий команды общей учетной системе на совершение стандартных депозитарных операций.

Предлагаемая модель позволяет развигать операции заимствования и иные операции, связанные с учетом обременений, с одной стороны, «автономно» от базовой учетной системы, а с другой стороны, в жесткой технологической связке с этой системой. Такой подход мог бы помочь реализовать операции заимствования значительно быстрее, чем если бы пришлось встраивать их в действующую систему, изменяя ее на ходу. Можно допустить возможность вынесения «кредитного подразделения» за рамки депозитария. Так, например, такое подразделение может функционировать в рамках торговой системы при заключении договора о взаимодействии с депозитарием.

Другие услуги депозитария, связанные с учетом обременений

В связи с развитием системы заимствования ценных бумаг целесообразно осмыслить близкие направления деятельности по оказанию депонентам услуг, основанных на учете обременений ценных бумаг обязательствами. В настоящее время, помимо стандартных операций, можно выделить следующие перспективные направления:

- Гарантирование кредитных линий между фондовыми операторами в случае превышения ими лимитов.
- Обеспечение банковских кредитов залогом ценных бумаг и предоставление банкам площадки, на которой они могут выдавать обеспеченные кредиты.
- Создание системы, поддерживающей операции с производными инструментами.

Рисунок 9. ЗАКРЫТИЕ СДЕЛКИ

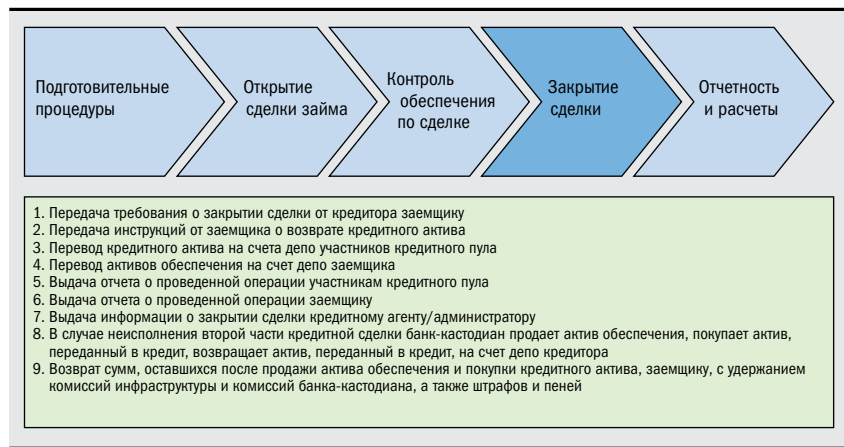
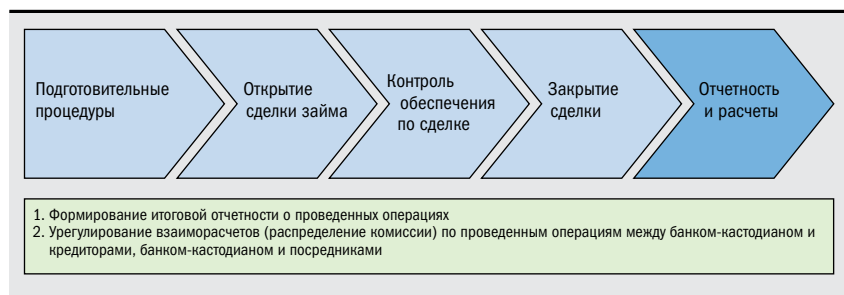


Рисунок 10. ОТЧЕТНОСТЬ И РАСЧЕТЫ



РАССУЖДЕНИЯ О РИСКАХ

Если студент ничего не понял, то лекция прошла успешно.
Из курса лекций
по космическим технологиям
(МАИ, 1986)

Ни для кого не секрет, что любые операции на финансовых рынках несут в себе элемент риска. Не являются исключением и операции кредитования ценными бумагами. Однако данный вид бизнеса характеризуется тем, что позволяет владельцу ценных бумаг постоянно получать гарантированный дополнительный доход по имеющемуся портфелю ценных бумаг при относительно низком уровне риска. При этом грамотно организованная и продуманная программа кредитования ценными бумагами позволяет свести риски кредитования практически к нулю.

В качестве основных рисков, связанных с кредитованием ценными бумагами, можно выделить:

1. Риск убытков при несостоятельности заемщика и неблагоприятных изменениях котировок и риск утраты обеспечения, в том числе задержка с взысканием и ликвидацией обеспечения по юридическому соглашению.
2. Риск неосуществления прав по предоставленным в кредит ценным бумагам.

3. Риск несвоевременного проведения расчетов по сделке.

Операции по кредитованию ценными бумагами считаются достаточно низкорисковыми именно благодаря их структуре, позволяющей грамотно управлять перечисленными выше рисками. Это достигается следующими способами:

- Обеспечение передается кредитору на праве собственности или залога, таким образом позволяя кредитору в случае нарушения заемщиком своих обязательств в одностороннем порядке производить его реализацию с целью возмещения стоимости отданных в кредит ценных бумаг и процентов за пользование ценным кредитом.
- Кредитор (либо его кредитный агент или кастодиан) оценивает кредитоспособность потенциальных заемщиков и устанавливает для каждого из них лимиты кредитования. Затем кредитор осуществляет постоянный контроль за использованием лимитов и производит их своевременный пересмотр.
- Некоторые кредитные агенты предоставляют своим кредиторам такую услугу, как гарантия, т. е. если заемщик не исполняет или несвоевременно исполняет свои обязательства перед кредитором, то за него это делает кредитный агент.
- Для уменьшения рисков, связанных с недостаточной диверсифициро-





ванностью портфеля обеспечения, кредиторы устанавливают сублимиты по определенному виду или типу ценных бумаг.

- Кредитором (либо его кредитным агентом или кастодианом) ежедневно производится рыночная переоценка стоимости обеспечения и проверка соответствия стоимости обеспечения стоимости переданных в кредит ценных бумаг. В случае недостаточности обеспечения заемщику направляется требование о доведении дополнительного обеспечения. Также осуществляется постоянный контроль соответствия объемов обязательств уровню ликвидности рынков кредитных активов и активов обеспечения.

- Кредитор имеет возможность установления дополнительных требований к обеспечению: определение видов ценных бумаг, допустимых эмитентов, требование о наличии кредитного рейтинга установленного уровня, установление дисконтов по ценным бумагам, принимаемым в обеспечение, и величины начальной маржи в зависимости от инвестиционной политики кредитора.

- Право в случае неисполнения обязательств одной стороной по любой из сделок кредитования ценными бумагами провести досрочное прекращение обязательств по всем кредитным сделкам и осуществить взаимозачет по встречным операциям (неттинг).

- Посредники на рынке кредитования ценными бумагами (кредитные агенты, кастодианы, брокеры) принимают на себя риск ликвидности: как правило, у кредиторов бумаги заимствуются без определения точного срока, давая возможность кредиторам востребовать отданные в заем ценные бумаги в любой момент, а отдаются бумаги заемщикам на фиксированный срок.

- Использование механизма *DVP* при проведении расчетов по сделке.

- Как правило, кредиторы сохраняют за собой право востребовать ценные бумаги с заемщика в случае, если хотят воспользоваться правом голоса по ссуженным ценным бумагам.

- По общему правилу заемщик обязан передавать кредитору все выплаты (дивиденды, купоны и т. д.) по отданным в кредит ценным бумагам.

Таким образом, кредитование ценными бумагами при грамотной его организации является инструментом, позволяющим извлекать из принадлежащих кредитору ценных бумаг дополнительный доход без какого-либо ощутимого увеличения риска.

РАССУЖДЕНИЯ О ПЕРСПЕКТИВАХ

К этим вопросам надо относиться как к потенциальному куску хлеба.

*Из курса лекций
по технологии сборки
(МАИ, 1986)*

На сегодняшний момент уже совершенно очевидно, что мировой финансовый кризис значительно повлиял на рынок кредитования ценными бумагами: сократились спрос и предложение, произошла переоценка рисков и совершенствование системы управления ими. На наш взгляд, в дальнейшем для рынка кредитования ценными бумагами будут характерны следующие основные тенденции:

1. Вовлечение все большего числа стран и участников в операции кредитования ценными бумагами и дальнейшая глобализация рынка.

2. Дальнейшее укрупнение финансовых институтов, работающих на рынке кредитования ценными бумагами.

3. Разработка новых услуг и продуктов на рынке кредитования ценными бумагами.

4. Дальнейшая стандартизация рыночных договоров.

5. Усиление тенденции к большему регулированию организации операций кредитования ценными бумагами: движение от классического внебиржевого рынка к более организованному рынку, развитие электронных торговых площадок, совершенствование технологий, применяемых на торгах (введение механизма центрального контрагента и т. д.).

6. Дальнейшая автоматизация процесса кредитования ценными бумагами.

7. Совершенствование системы управления рисками.

8. Движение к большей открытости рынка.

Спрос и предложение на рынке кредитования ценными бумагами

Спрос и предложение на рынке кредитования ценными бумагами претерпели значительные изменения в 2008–2009 гг. Обанкротившийся *Lehman Brothers* входил в число 5 крупнейших заемщиков на рынке кредитования ценными бумагами. Уход *Lehman Brothers* и *Bear Stearns* с рынка привел к значительному сокращению числа контрагентов на рынке кредитования. Банкротство данных организаций послужило также катализатором перераспределения бизнеса по операциям кредитования ценными бумагами от специализированных брокеров-дилеров к крупным универ-

сальным банкам, имеющим внушительные брокерские подразделения. На сегодняшний момент можно констатировать, что в ближайшем будущем первичными брокерами для подавляющего большинства кредиторов и хедж-фондов станут именно универсальные коммерческие банки.

Многие кредиторы ввиду мирового финансового кризиса пересмотрели свои позиции на рынке. Некоторые полностью прекратили операции кредитования и инициировали отзыв всех займов. Однако подобное поведение все же было характерно для относительно небольшого числа кредиторов. Другие просто прекратили кредитование на время, переосмысливая свои инвестиционные стратегии. Третьи предпочли установить дополнительные ограничения на свои программы кредитования ценными бумагами, например полностью исключили из операций кредитования ценные бумаги финансовых институтов. Многие кредиторы перестали выдавать кредиты ценными бумагами под денежное обеспечение и теперь открывают новые займы только под неденежное обеспечение.

Очевидно, что все вышесказанное повлияло на объемы рынка кредитования ценными бумагами: по оценкам участников рынка, величина ценных бумаг, доступных для кредитования, сократилась в кризисный период на 10–15%.

В свою очередь спрос на операции кредитования ценными бумагами также сократился. Это вызвано целым рядом факторов – от введения во многих странах ограничений или запретов на осуществление коротких продаж до сокращения числа рыночных игроков. Так, по оценкам экспертов, около 20–30% хедж-фондов могут прекратить свое существование в результате кризиса, что в свою очередь может значительно отразиться на спросе.

Необходимость создания центрального контрагента

В январе 2009 г. о своем желании создать центрального контрагента на рынке кредитования ценными бумагами Великобритания заявила *SecFinex Limited* (в настоящее время принадлежащая *NYSE Euronext*) и *EuroCCP* (лондонская дочерняя компания американской *DTCC*). Центральный контрагент будет функционировать на электронной торговой площадке *SecFinex Order Market*. О совместных планах по созданию центрального контрагента на рынке кредитования ценными бумагами в ноябре 2008 г. также заявили *Eurex Clearing* и *Clearstream Banking Luxembourg*. Планируется, что механизм центрального контрагента на этих площадках будет запущен уже во II кв. 2009 г.

Ранее о своих планах по запуску механизма центрального контрагента на европейском рынке кредитования ценными бумагами сообщала LCH.Clearnet.

Большая прозрачность рынка

По мнению *Chris Taylor* из компании *State Street*², текущий кредитный кризис должен привести к большей открытости на рынке кредитования ценными бумагами. То есть более открытыми должны стать цели программ кредитования ценными бумагами, их доходные параметры и параметры рисков. Кредитору необходимо четко понимать, почему активы занимают, что вызывает спрос и каким образом формируется доход. Поэтому первый шаг на пути прозрачности со стороны кредитора ценных бумаг — большой *due diligence* при выборе кредитного агента.

15 июля 2008 г. *ISLA* опубликовала модельное положение для раскрытия информации европейскими кредитными агентами (*EU Agent Lender Disclosure*), которое впоследствии получило одобрение со стороны английской *FSA*.

Выбор обеспечения

Ситуация на мировых финансовых рынках заставила кредиторов пересмотреть свое отношение к выбору обеспечения. На сегодняшний момент кредиторы получают денежное обеспечение все меньше и, соответственно, меньше реинвестируют полученное обеспечение (рис. 11). Это объясняется возросшими рисками реинвестирования денежного обеспечения. Те кредиторы, которые все еще принимают деньги в качестве обеспечения, пересмотрели свои инвестиционные директивы в сторону ужесточения требований к объектам реинвестирования.

Ожидается, что заемщики станут более чувствительными к предоставляемому обеспечению. Крупные заемщики будут диктовать свои условия и станут проводить операции с теми кредиторами, которые будут проводить более гибкую политику в отношении дисконтов (*haircuts*) и возможности смешанного обеспечения (*collateral mix*).

В настоящий момент кредиторы внимательнее начинают относиться к гарантиям (*indemnification*), предоставляемым их кредитными агентами. *Indemnification* — это гарантия от кредитного агента, свидетельствующая, что он покроет некоторые издержки и убытки в случае дефолта заемщика. Единственная область, в которой *indemnification* не распространены на се-

Рисунок 11. ОПЕРАЦИИ КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ И ПОЛУЧЕННОЕ ДЕНЕЖНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ



Источник: www.dataexplorers.com (accessed on 14 January 2009).

годняшний момент, — это область реинвестирования денежного обеспечения.

Дефолт *Lehman Brothers* еще раз привлек внимание к риску контрагента. Некоторые наблюдатели задаются вопросом: какое влияние кризис будет иметь на сегмент эксклюзивных договоров (*exclusive arrangements*)? *Exclusive arrangements* представляют собой соглашения, по которым часть портфеля кредитора предоставляется только одному заемщику в течение определенного периода времени (как правило, 12 месяцев). Очевидно, что, с одной стороны, кредиторы заинтересованы в получении гарантированного дохода, с другой — проявляются такие негативные моменты, как возможность упущенной выгоды, концентрация кредитного риска на одном заемщике и высокий уровень использования активов. По мнению большинства представителей рынка, кредиторы будут все менее охотно участвовать в *exclusive arrangements*.

В текущих рыночных условиях значительно сократилось кредитование под общее обеспечение (*general collateral lending*). Большинство заемщиков хотят получать в кредит государственные ценные бумаги, а отдавать акции в качестве обеспечения третьей стороне (*pledge equity tri-party*).

Большинство участников рынка в своих Генеральных соглашениях о кредитовании ценными бумагами стали больше внимания уделять описанию дефолтных и постдефолтных процедур («эффект *Lehman Brothers*»).

* * *

Рынок кредитования ценными бумагами является неотъемлемой частью любого развитого финансового рынка. Многие центральные банки используют кредитование ценными бумагами при управлении резервными валютными активами. Так, по данным опроса *The Royal Bank of Scotland «Reserve Management*

Trends 2008», 65% центральных банков предоставляют кредиты ценными бумагами, причем чаще всего для выполнения этой задачи привлекаются кредитные агенты.

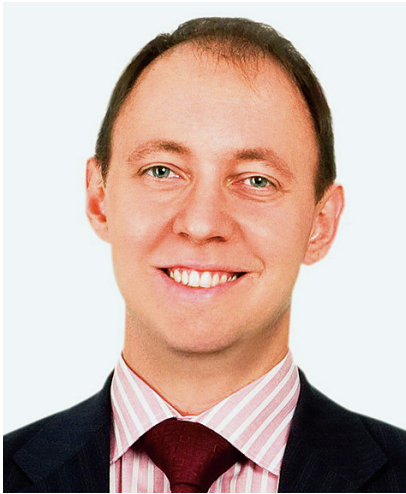
На развитых финансовых рынках кредитование ценными бумагами обеспечивает бесперебойные расчеты в системах расчетов по ценным бумагам, позволяя отказаться от 100%-ного преддепонирования по ценным бумагам и перейти к расчетам с частичным обеспечением. Владельцам ценных бумаг операции по кредитованию позволяют получать гарантированный дополнительный доход по портфелю ценных бумаг и снижать издержки на его хранение. Заемщики ценных бумаг получают возможность реализовывать различные торговые стратегии. Таким образом, кредитование ценными бумагами позволяет многократно повысить эффективность и ликвидность фондового рынка.

В то же время на российском финансовом рынке сегмент операций кредитования ценными бумагами до сих пор отсутствует. В настоящее время практически ни один из российских депозитариев (в том числе и расчетных) не предлагает своим клиентам услуги по кредитованию ценными бумагами.

Тем не менее проводимая Комитетом по кредитованию ценными бумагами СРО «Национальная фондовая ассоциация» совместно с Банком России работа по внедрению в практику российского фондового рынка операций по кредитованию ценными бумагами показала, что разработка технологии оказания этих услуг, их внедрение и развитие в настоящий момент оправданны. Более того, они необходимы. Если Россия хочет иметь развитый финансовый рынок, способный претендовать на роль регионального финансового центра, то без развитого рынка кредитов ценными бумагами наша страна обойтись не сможет. ■

² Securities lending. Roundtable «Health check for market in a fever» // Financial News. 2008. 27 October. P. 29–36.



**Анатолий Предтеченский**

Заместитель Генерального директора ФК «ОТКРЫТИЕ»,
Главный риск-менеджер, канд. экон. наук

ПОСТРОЕНИЕ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА: СТРАТЕГИЯ И ТАКТИКА

На наш взгляд, российское общество в целом, государство, а также отдельные участники рынка несколько легкомысленно подошли к проблеме мирового финансового кризиса. Нашей слабой стороной стала чрезмерная самоуверенность и существующее мнение, что российская бизнес-модель и рынок отличаются уникальностью. Мы полагали, что кризис нас не затронет или окажет менее существенное влияние на нашу страну, в том числе падение рынков будет не столь масштабным, чем в других странах.

НЕКОТОРЫЕ ЗАБЛУЖДЕНИЯ, ОСОБЕННО ОПАСНЫЕ В ПРЕДКРИЗИСНЫЕ И КРИЗИСНЫЕ ПЕРИОДЫ

Очень долгое время теория и практика риск-менеджмента основывались на методах, значительно упрощающих картину мира, позволявших сделать жизнь риск-менеджеров, а также руководства компаний более комфортной. Топ-менеджмент крупных инвестбанков, фондов и корпораций стремился к «аутсорсингу ответственности» за риск-менеджмент и принимаемые бизнес-решения. Многие общепринятые подходы к управлению рисками утратили эффективность либо показали свою несостоятельность. Считалось, что цены отражают мнение рынка о справедливой стоимости компаний и позволяют оценивать

риски на основе моделей. Имели место необоснованные ожидания, возлагаемые на контрагентов, которые традиционно считались слишком крупными и надежными, чтобы обанкротиться. Казалось очевидным, что им всегда окажут поддержку.

Проиллюстрируем некоторые из этих заблуждений.

ВЕРОЯТНАЯ КОРРЕКЦИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА И ЕЕ МАСШТАБЫ: СИГНАЛЫ АПРЕЛЯ 2008 ГОДА

Проанализируем исторические значения индексов в 2008 г. На рис. 1 представлена динамика индексов фондовых рынков России, Китая, Бразилии и США, при этом за начальную (нулевую) точку берется 1 ноября 2007 г.

В апреле 2008 г. китайский рынок опустился на 45% от своего максимального исторического значения. Россия, Бразилия и США в этот период торговались примерно на одном уровне. Это говорит о том, что в этот момент времени величина *VaR*, как параметр оценки профиля риска, не покажет его существенно увеличения.

Компании, применяющие в практике риск-менеджмента инструменты стресс-тестирования, уже в этот момент должны были спрогнозировать подобное снижение на свой портфель ценных бумаг для анализа своей устойчивости при схожих условиях и сокращения подверженности рыночному риску.

Дальнейшая динамика индекса китайского рынка свидетельствует о том, что падение продолжилось. Начал падать рынок



и в США — в июле 2008 г. цены в США упали на 20% от максимального значения. При этом российский рынок оставался нейтрален. Изучение подобной неординарной ситуации позволяет сделать вывод, что при своевременном проецировании проблем развитых рынков с применением стресс-тестирования российский бизнес мог быть намного лучше подготовлен к тем масштабным падениям, которые произошли в дальнейшем.

Динамика падения российских индексов показывает, что произошедшее было для российского финансового сообщества полной неожиданностью. Скорость и глубина этого падения не поддавались прогнозированию. В итоге размер падения российского рынка сопоставим с ситуацией в Китае — около 70%, в то же время отличие от рынков США и Бразилии, которые упали на 40%, весьма существенно.

Какой из этого можно сделать вывод? Если мы внимательно следим за окружающим нас миром, если мы действительно нацелены на управление риском, предвосхищая события, а не констатацию его наличия, то мы, безусловно, в состоянии уловить те сигналы, которые посылает нам глобальный рынок и можем подходить к негативным событиям более подготовленно.

ОБЩЕПРИНЯТЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ РИСКА В КРИЗИС ТЕРЯЮТ ЭФФЕКТИВНОСТЬ

Система управления рыночным риском в том виде, в котором она возникла на Западе и в котором была адаптирована к России, не учитывала вопрос взаимосвязи волатильности цен и ликвидности, наблюдаемых на рынке. Во многом понятия рыночного и кредитного риска разделялись искусственно и отражали скорее функциональную направленность различных бизнес-подразделений, а также специализацию риск-менеджеров, нежели фундаментальные различия риска. Это особенно заметно на примере инструментов с фиксированной доходностью.

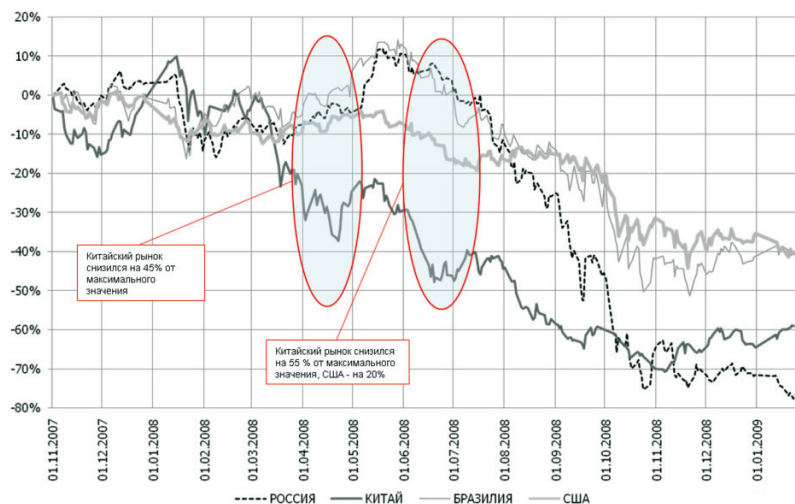
К примеру, сегодня сложно провести принципиальную границу между портфелями облигаций на балансе банка и кредитным портфелем, поскольку первичный принятый риск, по сути, один и тот же. Другой вопрос, что проработка и качество принятия решений по этим рискам могли существенно различаться и быть гораздо более упрощенными в отношении облигаций и более детальными в отношении кредитов.

Превалирование в процедурах оценки риска анализа исторической ликвид-

ности инструмента привело к формированию многими участниками рынка портфелей, истинный риск которых (в смысле способности портфеля амортизироваться в соответствии с графиком инструментов) был не понятен владельцам данных портфелей. Одной из особенностей законодательства на российском долговом рынке является возможность не раскрывать финансовое положение поручителей даже в случае, когда эмитентом выступает компания-SPV, поэтому большая часть инвесторов фактически не обладала ин-

шуму счету это некий компромисс, который позволяет бизнесу не нести ответственность за то, что кроется в одном проценте случаев, который может наступить, а риск-менеджерам не отвечать на вопрос, где реально находится наш бизнес и с какой скоростью мы движемся в зону «хвоста» распределения. Несмотря на давнюю известность недостатков инструмента VaR в среде риск-менеджеров, мало кто регулярно и настоятельно оповещал руководство о недостатках данного метода и необходимости более широ-

Рисунок 1. ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ РОССИИ, КИТАЯ, БРАЗИЛИИ И США



Превалирование в процедурах оценки риска анализа исторической ликвидности инструмента привело к формированию многими участниками рынка портфелей, истинный риск которых был не понятен владельцам данных портфелей.

формацией относительно того, какие риски реально ими приняты и какие остаются на их балансах в случае прекращения вторичного обращения инструментов. Эти важные аспекты «утонули» в избыточной ликвидности фондового рынка.

Другой важной проблемой риск-менеджмента, проявившейся особенно остро в кризисный период, является несовершенство инструментов оценки риска. Показатель *Value-at-Risk* много лет обеспечивает мнимый комфорт как для бизнес-руководителей, так и для риск-менеджеров в 99% случаев. Если рассмотреть более пристально концепцию *Value-at-Risk*, то мы увидим, что по боль-

шого круга индикаторов сценарного моделирования.

НЕОБХОДИМОСТЬ ПОРТФЕЛЬНОГО ПОДХОДА К УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ ПО ОТДЕЛЬНЫМ ОПЕРАЦИЯМ

Много вопросов «всплыло» в части эффективности управления рисками участниками рынка по отдельным видам операций. Принято считать, что сделки РЕПО являются продуктом с низким профилем риска. В случае невыполнения обязательств контрагентом можно реализовать обеспечение и, таким образом, закрыть принятые риски. Однако произо-



шедшая в конце прошлого года ситуация с массовыми неисполнениями обязательств участниками на рынке РЕПО показала, что на самом деле это не так. В таких случаях всегда существует контрагентский риск как первичный фактор, поскольку в ситуации системного кризиса невозможно рассчитывать на то, что вторичный источник возмещения (реализация залога) сможет в полной степени компенсировать потери. Здесь необходимо управление концентрациями по контрагентам и инструментам, с пониманием

катастрофическим последствиям. Каждый участник рынка несет полную самостоятельную ответственность за вынесенные суждения относительно рисков, которые он принимает. Именно отсутствие этой ответственности, закрепленной законодательно, привело к возникновению инструментов, оценка которых чрезвычайно сложна и под силу лишь узкому кругу экспертов. Черный ящик, на выходе из которого появляется международный рейтинг AAA, позволил управляющим полностью «размыть»

Акции «Седьмого Континента» демонстрируют динамику против рынка на падающем индексе. При том что рынок падает фактически на 60–70%, цена акций компании вырастает на 10% от своего ноябрьского уровня. Однако после этого выясняется, что *Deutsche Bank* держит пакет этих акций в залоге по кредиту, предоставленному владельцам «Седьмого Континента», и стоимость бумаг опускается в тот же диапазон, в котором находится общее снижение рынка.

Несмотря на низкое значение *free float*, это очень наглядные примеры того, насколько бессистемно и неадекватно рынок может в течение длительного времени оценивать стоимость бизнеса.

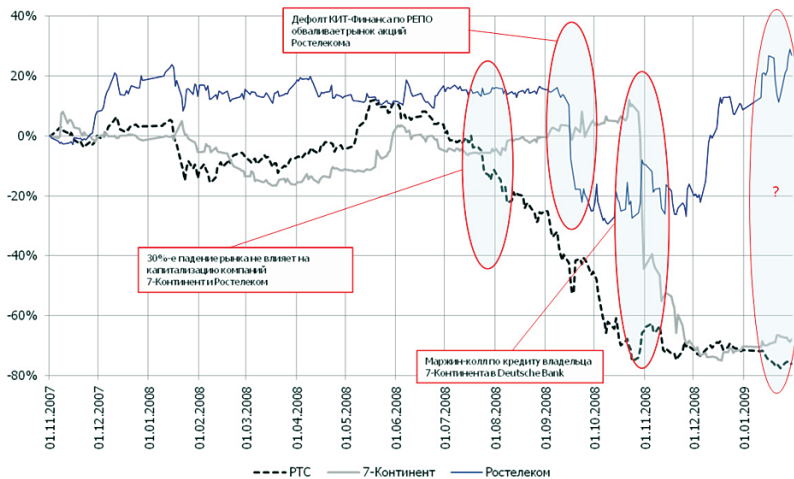
СТРАТЕГИЯ TOO BIG TO FAIL МОЖЕТ ПРИВОДИТЬ К ОШИБОЧНЫМ РЕШЕНИЯМ

В качестве иллюстрации идеи о защищенности и неизбежной поддержке крупных игроков приведем ситуацию с банкротством банка *Lehman Brothers*. На рис. 3 изображена динамика стоимости защиты от дефолта для нескольких банков: *Citibank*, *Goldman Sachs*, *Merril Lynch*, *Lehman Brothers* и *Morgan Stanley*.

Рынок уже закладывал определенные ожидания относительно возможных проблем с *Lehman Brothers* в связи с его агрессивной инвестиционной политикой. Но приходило ли кому-то в голову закрывать лимит на этого контрагента? На тот момент он имел высокие инвестиционные рейтинги, и такие банки исторически воспринимаются как часть инфраструктуры финансового рынка. То есть никто всерьез не размышлял о возможном дефолте. Более того, все считали, что дефолт, даже если он произойдет, будет техническим, потому что государство обязательно поможет. Потому что допустить реальный дефолт, реструктуризировать активы и обязательства такого огромного банка, такой махины — это фантастически сложная задача, которая стоит огромных денег.

Хорошая культура риск-менеджмента предполагает, что рабочий день риск-менеджера начинается с изучения котировок *CDS* по основным зарубежным компаниям, банкам и странам, это стандарт за рубежом, прописанный в виде обязательной ежедневной процедуры, хотя в России такая практика скорее исключение. Добросовестный риск-менеджер и аналитик выявили бы проблему еще в апреле 2008 г., когда риск дефолта *Lehman Brothers* достигал 540 базисных

Рисунок 2. ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ РТС, АКЦИЙ ОАО «СЕДЬМОЙ КОНТИНЕНТ» И ОАО «РОСТЕЛЕКОМ»



того, какой запас прочности по ликвидности имеется у участника рынка для фондирования активов на срок до их погашения в случае отсутствия рынка инструментов обеспечения по РЕПО.

Оглядываясь назад, очень многие участники рынка РЕПО занимали де-факто одновременно длинные позиции по инструменту, контрагенту и ликвидности. Таким образом, можно сделать еще один важный вывод: на любые виды операций и сделок нужно смотреть как на некий портфель рисков, который мы принимаем. То есть это не однородный риск, это всегда некий пучок рисков, и корреляции по данному портфелю рисков могут «выстреливать» в период кризиса, создавая очень неожиданные дополнительные концентрации.

Существует еще одна проблема, на которую стоит обратить внимание. Традиционно считается, что регулируемые компании или компании, имеющие международный рейтинг, в меньшей степени подвержены проблемам при наступлении кризиса. Подобные предположения используются в процессе принятия решений, и, хотя они существенно упрощают процедуру оценки контрагентов, подобная практика может привести к

свою ответственность за принимаемые решения в части инвестиций в данные инструменты.

ЦЕНОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА МОГУТ УТРАЧИВАТЬ ОБЪЕКТИВНОСТЬ НА ДЛИТЕЛЬНОЕ ВРЕМЯ

Проанализируем, насколько опасно полагаться на рыночные цены при принятии решений, например для установления дисконтов по ценным бумагам для РЕПО или при маржинальном кредитовании.

На рис. 2 представлена динамика индексов РТС, а также акций компаний «Седьмой Континент» и «Ростелеком», при этом нулевым уровнем считается уровень на 1 ноября 2007 г. В момент, когда индекс РТС опустился на 30% ниже своего максимального исторического значения, акции «Ростелекома» продавались практически без потерь.

В сентябре 2008 г. складывается ситуация, при которой «КИТ Финанс» не в состоянии рассчитаться по своим обязательствам на рынке РЕПО. Как следствие, начинаются продажи в инструменте «Ростелеком», реализуется потенциал падения 20% и ниже.



пунктов, что соответствует по величине риску дефолта Венесуэлы.

Как мы знаем, *Lehman Brothers* не удалось разместить дополнительный акционерный капитал среди инвесторов, привлечь ликвидность. В один из критических моментов *J.P.Morgan* выставил дополнительное требование внести 5 млрд долл. для обеспечения расчетов, которые проходили по счетам в *J.P.Morgan*. И *Lehman Brothers* ничего не оставалось, как объявить дефолт.

За день до банкротства *Lehman Brothers* имел рейтинги *Fitch* и *Moody's* на уровне A+ и A2 соответственно. На момент объявления дефолта и прекращения всех расчетов было более 140 тыс. нерасчитанных сделок, более 7 тыс. контрагентов по всему миру, в том числе, что характерно, 30 контрагентов, с которыми сделки не были завершены, оказались в России.

Вслед за этим возникла спекулятивная атака на *Morgan Stanley*, второго крупнейшего прайм-брокера, из которого начали массивно выводить средства институциональные клиенты, в том числе хедж-фонды, у которых большая часть расчетов производилась через этот банк.

На рис. 3 показано кратное увеличение риска по вертикальной оси — стоимость защиты от дефолта по *Morgan Stanley* выросла практически вдвое по сравнению с риском у *Lehman Brothers*. Банк спасло только то, что он смог найти инвестора в лице *Mitsubishi UFJ*, который купил 21% капитала за 9 млрд долл.

Казалось бы, это картина, которая иллюстрирует пример из практики риск-менеджмента западных банков. Но это не совсем так. Это картина, которая имела реальные последствия, в том числе и для российского рынка.

Как мы знаем, *Lehman Brothers* был контрагентом по структурированию еврооблигаций Газпромбанка, обеспеченных ипотекой, и предоставлял защиту от процентного кредита, валютного риска, а также дополнительную ликвидность в виде кредитной линии.

В результате оказалось, что инструмент утратил защиту от процентного, валютного рисков, а также риска ликвидности — как раз в тот момент, когда в этом существовала критическая необходимость. Оперативно заменить контрагента по данным обязательствам не удалось, в результате чего международный кредитный рейтинг еврооблигаций был понижен на несколько ступеней. Инвесторы, приобретая ипотечные облигации Газпромбанка, не всегда отда-

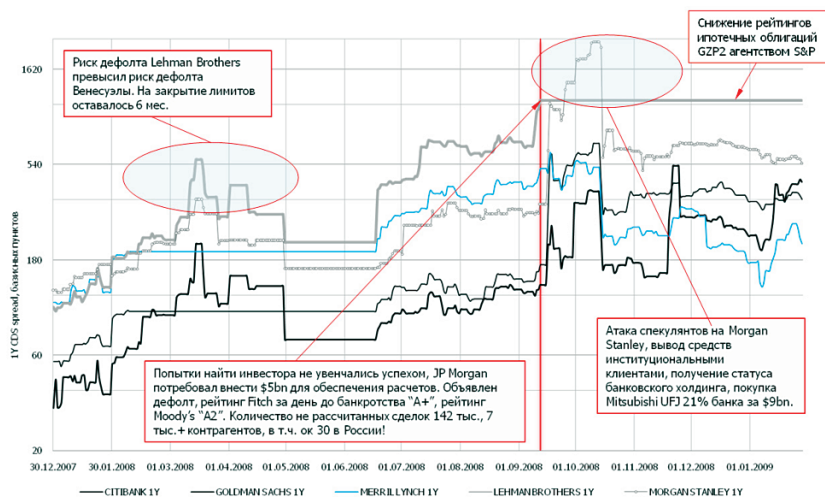
вали себе отчет, что в момент покупки они покупают еще и риск на *Lehman Brothers*, фактически получили реализацию негативного сценария в виде дефолта *Lehman Brothers*, т. е. той стороны, которая должна была изначально усилить структуру сделки.

Это говорит о том, что любой структурированный продукт несет в себе не только риск эмитента — он несет риски всех участников процесса, начиная от банка, который будет исполнять функцию платежного агента, и всех поручителей,

по определению. При такой постановке задачи защита бизнеса в лице риск-менеджмента не могла системно противостоять глобальному кризису, порожденному всеобщим заблуждением о границах возможного.

Есть исключения, доказывающие, что эффективное корпоративное управление и желание управлять рисками дают отличный результат в ситуации кризиса. Но в целом необходимо признать наличие концептуальной проблемы целевой функции риск-менеджмента. Данная функция будет

Рисунок 3. ДИНАМИКА СТОИМОСТИ CDS КРУПНЕЙШИХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВ



которые так или иначе участвуют в этой структуре.

Вывод, который хотелось бы сделать с учетом вышеизложенного, таков: очень опасно полагаться на принцип «слишком большой игрок для того, чтобы обанкротиться». И в этом плане вопрос концентрации глобально не был учтен в полной мере ни на рынках США, ни на прочих рынках. Даже наличие инвестиционного рейтинга актива/контрагента не снимает актуальности диверсификации портфеля на балансах менее надежных инвесторов.

ПОЧЕМУ СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ ПОВСЕМЕСТНО ДАЛА СБОЙ?

Так в чем же заключается ответственность риск-менеджеров и почему система управления рисками повсеместно дала сбой? Представляется, что основной концептуальной проблемой является то, что риск-менеджмент как наука развивался в «описательной» парадигме, отражая события и взаимосвязи, существовавшие в прошлом. Ничего нового по сравнению с тем, что уже было в прошлом опыте, модель выдать не может

неизбежно трансформироваться в более жесткую модель, в том числе под влиянием регуляторов, которая потребует от риск-менеджеров стратегического видения риска, с ответной аргументацией бизнеса в роли оппонента, с обязательным документированием такого взаимодействия.

КАК ПОВЫСИТЬ ЭФФЕКТИВНОСТЬ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ В ПЕРИОД КРИЗИСА?

Все начинается с ответа на простой вопрос: кто, собственно говоря, отвечает за управление рисками? При более внимательном рассмотрении оказывается, что в большинстве моделей управления риск-менеджер не является человеком, который принимает риск. Любые усилия риск-менеджера напрасны без трансформации всей системы управления рисками, осознания и подтверждения ролей всеми участниками этого процесса.

Второй важный вопрос, на который я хотел бы обратить внимание: риск-менеджмент, как служба и как концепция, должен строиться на здравых суждениях и видеть те допущения, которые использу-



ются в модели. Если мы используем модель *VaR*, то должны прочитать вслух длинную инструкцию: «данная модель не позволяет...», «данная модель не учитывает...», «данная модель не является...», «данная модель не защищает...» и т. д.

Также очень важно, чтобы риск-менеджмент старался смотреть в будущее, чтобы он пытался понять стратегию собственной компании в условиях быстро меняющейся конъюнктуры. Смотреть только назад — это полезное упражнение, но не более того.

скрытыми и неочевидными. Необходимо убедиться в понимании бизнес-моделей партнеров, заемщиков, эмитентов, контрагентов и т. п. Наглядные примеры: история Бернарда Медоффа, крупнейшей финансовой пирамиды в размере 50 млрд долл., от которой пострадали практически все самые авторитетные финансовые институты, известные бизнесмены и политики; фальсификация финансовой отчетности индийской компании *Satyam*, одного из крупнейших разработчиков программного обеспечения, реальный бизнес кото-

ний, основанных на результатах стресс-тестирования.

ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ: СБАЛАНСИРОВАННАЯ И МАСШТАБИРУЕМАЯ МОДЕЛЬ

В Корпорации «ОТКРЫТИЕ» мы выделяем несколько уровней ответственности и компетенций по управлению рисками. Самая главная задача ставится на Совете директоров. Это задание параметров профиля риска, контроль акционеров за наличием системы управления рисками, защита и корректировка бизнес-стратегий с учетом рисков.

Генеральный директор компании отвечает за наличие и функционирование системы риск-менеджмента в Группе компаний ФК «ОТКРЫТИЕ». Если эти два уровня не несут ответственности за систему управления рисками, то любой риск-менеджмент превращается в аналитическую службу, которая никогда не будет выполнять свое изначальное предназначение.

Мы используем преимущественно коллегиальный способ принятия решений, связанный с риском, для чего на постоянной основе создан и функционирует Финансовый комитет Группы. Также на уровне Группы строится взаимодействие между Главным риск-менеджером, ключевыми риск-менеджерами Корпорации, а также руководителем Казначейства, руководителем Финансовой дирекции, руководителем службы комплаенс-контроля, а также руководителями бизнес-направлений: коммерческий банк, инвестиционный банк, управление активами.

Руководители бизнес-направлений отвечают за принимаемые риски, утверждение и согласование с риск-менеджментом бизнес-стратегий с учетом процедур, лимитов, инструментов реализации бизнес-стратегий, а также за контроль финансового результата и рисков. Это первая линия обороны. Ее построение — ключевой момент для успешной реализации эффективной системы. Если у вас есть договоренность с бизнесом о том, что он непосредственный участник этого важного процесса и первоначально отвечает за управление риском, ваши шансы противостоять возможному кризису многократно повышаются.

СТРУКТУРА ПОДРАЗДЕЛЕНИЙ ПО РИСК-МЕНЕДЖМЕНТУ ФК «ОТКРЫТИЕ»

Хотелось бы сказать несколько слов о том, как выглядит структура подразде-

Рисунок 4. ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА ПОДРАЗДЕЛЕНИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ ООО ФК «ОТКРЫТИЕ»



Сейчас все имеют хорошую возможность убедиться, насколько соблюдается принцип независимости функции управления рисками, насколько риск-менеджер является услышанным до момента принятия решения. Не является ли риск-менеджмент некой формальной процедурой? Если он является формальной процедурой и изначально планировался именно так, это значит, что в компании риск-менеджмента нет — есть создание его видимости, но к реальному риск-менеджменту акционеры и руководство еще не готовы. Часто это следствие нерыночности бизнес-модели, отсутствия альтернатив в части принятия риска либо прохождения организацией стадии агрессивного роста с нуля. Гораздо более опасная ситуация, если акционеры и менеджмент считают, что система существует, но на самом деле риск-менеджмент работает не так, как должен работать. Это гораздо страшнее.

Необходимо отделять осмысленно принимаемые риски и сопутствующие риски, требующие минимизации либо хеджирования; часто последние являются

рой велся в объемах, несопоставимо меньших, чем было заявлено. Все эти примеры свидетельствуют о легкомыслии и безответственности, с которой многие участники рынка подходили к ключевым вопросам оценки рисков, как собственным, так и клиентским.

Если мы хотим быть готовыми к кризису и осознаем его внезапность, в первую очередь нас должны интересовать концентрации риска и их непрерывный мониторинг. Диверсификация не позволит быть абсолютным лидером по прибыли во все времена, политика диверсификации особенно сложно реализуема в активно растущих компаниях в благополучные периоды, но позволяет сохранять стоимость на длительном временном горизонте, охватывающем десятилетия. Как показывает опыт многих зарубежных институтов с развитой системой риск-менеджмента, даже наличие регулярных стресс-тестов само по себе не является инструментом управления рисками, если акционеры и менеджмент компании не разделяют данную философию и не верят в необходимость принятия реше-

лений по риск-менеджменту в Финансовой Корпорации «ОТКРЫТИЕ» (рис. 4). Основные действующие лица: Главный риск-менеджер, курирующий четыре основных направления по рискам; эти направления возглавляются риск-менеджерами — руководителями по кредитному риску, по портфельным рискам и контролю лимитов, по операционным рискам и по методологии и моделированию.

Также существует структура подразделений и функционал независимых риск-менеджеров в компаниях Корпорации «ОТКРЫТИЕ». На сегодняшний день в Группе присутствуют два банка со специализацией «инвестиционный и коммерческий банкинг», два брокерских дома — в России и Великобритании, две управляющие компании — в России и на Кипре. У них реализованы и функционируют свои коллегиальные органы с разной степенью автономии и компетенции, и, что немало важно, мы выстраиваем систему, в которой риск-менеджер, казначейство и финансовые службы взаимодействуют с бизнесом как одна команда, сохраняя при этом независимую вертикаль подотчетности по профильным вопросам.

КОНСОЛИДАЦИЯ ЛИМИТОВ В ГЛОБАЛЬНОЙ ЛИМИТНОЙ КНИГЕ ПО ВСЕМ БИЗНЕСАМ И КОМПАНИЯМ

В начале 2008 г. мы провели большую работу, которая позволила нам хорошо подготовиться к кризису. Мы инициировали проект «Глобальная лимитная книга», в ходе которого были консолидированы все установленные лимиты, существующие в Финансовой Корпорации «ОТКРЫТИЕ», в разрезе контрагентов, эмитентов, заемщиков (в том числе по группе «экономически связанные») с аллокацией по юридическим лицам в составе Корпорации. Это редкая на российском рынке практика, заимствованная нами из опыта работы глобальных финансовых институтов, имеющих присутствие на различных рынках и в различных странах.

Исторически множественность бизнесов, сформированных в период становления Корпорации, порождала существование нескольких лимитных ведомостей с пересекающимся перечнем контрагентов и различными процедурами мониторинга. Вторая специфика — это очень разнородный набор операций. Различные модели бизнеса имеют различную специализацию по операциям. Если мы говорим о коммерческом банке, то чаще всего речь идет о кредитовании либо предоставле-

нии гарантий. А вопросы проведения операций с ценными бумагами, в том числе расчетов, операций РЕПО, как правило, стоят на втором плане, в отличие от брокерского и инвестиционного бизнеса.

Мы решили разработать единую таблицу для хранения устанавливаемых лимитов по всем компаниям, так или иначе участвующим во взаимодействии с Группой. Мы разбили эту таблицу по юридическим лицам в составе нашей Группы и также сгруппировали таблицу по основным сегментам для более привычного по-

тов положительной переоценки к рынку по производным внебиржевым операциям.

Таким образом, весной прошлого года мы имели четкую картину относительно тех рисков, которые могут возникать по установленным линейкам продуктов и операций.

В чем отличие этого формата отчета от инструкций регуляторов? Здесь мы наглядно видим не только позиции на балансе и внебалансе, но и всю картину потенциальных рисков, которые одобрены и могут быть приняты бизнесом в любой

Рисунок 5. ЛИМИТНАЯ КНИГА ФК «ОТКРЫТИЕ»

ЛИМИТНАЯ КНИГА: ФК ОТКРЫТИЕ
по состоянию на: 23.01.2009
МЛН РУБ.

| № | ГРУППА | КОНТРАГЕНТ | ТЕПЛОТЕНЕРИИ | ГРУППА РИСКОВ | ОБЩИЙ ЛИМИТ ПО АКТИВНЫМ РИСКОВЫМ ПОЗИЦИЯМ | Суммарный лимит по компаниям Группы | КРЕДИТНЫЙ ЭКВИВАЛЕНТ ПО КОМПАНИЯМ ГРУППЫ | | | | | РЫНОЧНЫЙ РИСК | | КРЕДИТНЫЙ ЭКВИВАЛЕНТ, УТВЕРЖДЕННЫЙ НА ФК | | МАКС. СРОК ОПЕРАЦИИ | | | | |
|---------------------------|--------|------------|--------------|---------------|---|-------------------------------------|--|------------|-----|-----|-------------|---------------|------------------------------|--|-------|---------------------|-------------------|---------------|----|----|
| | | | | | | | БАНК ОТКРЫТИЕ | БАНКОТРАСТ | ОСБ | СБС | ФК ОТКРЫТИЕ | РЕПО | ДОЛГОВЫЕ ЦБ (АКЦИИ, ПАО, ДР) | ДОЛГОВЫЕ ЦБ (АКЦИИ, ПАО, ДР) | ЛИМИТ | | ДАТА ПРОТОКОЛА ФК | СТАТУС ЛИМИТА | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 |
| 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Итого по Группе неактивна | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Итого по Группе неактивна | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| КРЕДИТНЫЙ РИСК | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|------------------------------------|------------|---------------------|--------------------|------------------|---------|----------|----------|--------------|-------------------|---------------------|--------------------|----|----|----|----|--|----|----|----|----|
| ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА КОНТРАГЕНТА | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ВЛОЖЕНИЯ | СУБОРТУЕЛЬ | ЛИМИТ НА СУБОРТУЕЛЬ | ПОЛУЧЕННЫЕ ПО РЕПО | ОСТАТОК НА СЧЕТЕ | ОБЕРНУТ | ДОТ ДНЕЙ | ДОТ МЕС. | ОБЩЕЕ КОЛ-ВО | РАЗМЕР ЕДИН. ДОС. | ПРИВЛЕЧ. ЕДИН. ДОС. | РАСЧЕТНЫЕ ОПЕРАЦИИ | | | | | ПРОИЗВОДНЫЕ И СРОЧНЫЕ СДЕЛКИ (ВНЕБИРЖЕВЫЕ) | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 |
| 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | 30 | 31 | 32 | 33 | 34 | 35 | 36 | | | | | | |

нимания бизнесами структуры лимитов для использования в ежедневной работе (рис. 5).

Финансовый комитет утверждает риски по долговым обязательствам, причем мы учитываем как собственные портфели, так и облигации и инструменты, полученные по РЕПО, в свете существующей вероятности принятия данных бумаг в позицию, и заранее отслеживаем возможные концентрации. Мы раскладываем кредитные лимиты в виде остатков на счетах, в виде операций краткосрочного кредитования, необеспеченных депозитов. В этой же таблице у нас находятся операции РЕПО как по размещению денежных средств, так и по привлечению денежных средств. Мы считаем, что на сегодняшний день именно такая постановка вопроса позволяет прогнозировать давление на баланс Группы в случае стрессовых сценариев.

Есть раздел, который отвечает за риски, возникающие по расчетным операциям, включая встречные расчеты по валютным сделкам, расчеты на условиях «поставка против платежа», а также допустимый объем исполнения компаниями Группы обязательств перед контрагентами первыми. Предусмотрен раздел для лимитов

момента времени. То есть мы можем изначально управлять концентрацией по существенно большему перечню контрагентов и эмитентов. Это первое. И второе, что очень важно: при такой постановке вопроса мы можем понимать, где основные концентрации риска по компаниям в составе Корпорации «ОТКРЫТИЕ» в целях оперативного управления, в том числе перераспределения лимитов без изменений глобальных концентраций, либо закрытия (приостановления) лимитов.

Так, если мы принимаем решение закрыть лимиты на один из банков, который по тем или иным причинам начинает вызывать опасение, это означает, что мы можем донести эти решения в течение нескольких минут до всех юридических лиц, которые находятся в составе Группы. С этого момента риск закрыт, по крайней мере, в части новых операций.

Наша практика работы в период кризиса подтвердила эффективность такого инструмента, как «Глобальная лимитная книга». Надеюсь, опыт Корпорации «ОТКРЫТИЕ» и приведенные примеры будут интересными и полезными в целях совершенствования систем управления рисками всех участников российского рынка. ■





БАРТ ВОТЕРС

менеджер по связям с клиентами по России
и Восточной Европе Euroclear

ОБЕСПЕЧЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ: САМЫЙ БЕЗОПАСНЫЙ ПУТЬ К ЛИКВИДНОСТИ

ПРИНЯТИЕ АНТИКРИЗИСНЫХ МЕР НА ВСЕХ РЫНКАХ СЕГОДНЯ В САМОМ РАЗГАРЕ. И ХОТЯ ПОЛНЫЙ ОБЪЕМ ПОНЕСЕННЫХ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТИТУТАМИ УБЫТКОВ, СВЯЗАННЫХ С КРЕДИТАМИ, ПОКА НЕИЗВЕСТЕН, В ОДНОЙ ИЗ ПУБЛИКАЦИЙ ЖУРНАЛА THE ECONOMIST БЫЛО СДЕЛАНО ПРЕДПОЛОЖЕНИЕ, ЧТО ОНИ ПРЕВЫСЯТ 500 МЛРД ДОЛЛ. ТАКОЙ МАСШТАБ УБЫТКОВ ДАЕТ ФИНАНСОВЫМ КОМПАНИЯМ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЙ ТОЛЧОК К ТОМУ, ЧТОБЫ ПЕРЕСМОТРЕТЬ И УСОВЕРШЕНСТВОВАТЬ ПРОЦЕДУРЫ СНИЖЕНИЯ РИСКОВ.

В последнее десятилетие ликвидность стала все больше переплетаться с обеспечением обязательств. Состав и разнообразие инструментов, находящихся на балансах банков, заметно изменились. В их числе нередко были и зарубежные ценные бумаги, деноминированные в иностранных валютах. Многим компаниям сегодня необходимо обеспечение для покрытия рисков на глобальной основе, но этому препятствует существующая международная неэффективность. В частности, в последние 18 месяцев напряженность на необеспеченных кредитных рынках, сжатие балансов и опасения по поводу качества и стоимости обеспечения привели к сокращению пулов обеспечения. В свою очередь пригодность обеспечения для защиты сделок тщательно проверяется, и это требует механизмов эф-

фективного контроля и мобилизации обеспечения.

В ходе кредитного кризиса вмешательство центральных банков в целях поддержки банковской ликвидности приветствовалось. Однако даже эти интервенции могли быть заторможены в связи с различиями в операционных системах и структуре обеспечения по всему миру. И неудивительно, что в связи с этим многие на рынке призывают к созданию более эффективной инфраструктуры. Пришло время задуматься над тем, как улучшить доступ к ликвидности в будущем, не только во времена кризиса, но и в обычных рыночных условиях.

При этом те компании, которые пострадали от кризиса, весьма заинтересованы в том, чтобы их поставщики продолжали предоставлять стабильные, на-

правленные на избежание рисков технологические возможности на тех рынках капитала, где работают их клиенты. Рассмотрим, какую роль могут сыграть поставщики инфраструктурных услуг, в том числе Euroclear, эффективно используя свой опыт с целью помочь своим клиентам, особенно в части управления обеспечением, осуществляемого третьей стороной в интересах сторон по сделке.

Растущая необходимость в доступе к ликвидным средствам явилась довольно важной проблемой в течение определенного времени и была в основном связана с увеличением потребности в обеспечении. Некоторые факторы сопутствуют растущему спросу на обеспечение. Введение схемы «поставка против платежа» и системы валовых расчетов в режиме реального времени для денеж-

ных расчетов и расчетов ценными бумагами значительно снизили кредитный риск, возникший в предыдущей системе, но, возможно, увеличили риски, связанные с ликвидностью. Введение платежей в срочном временном режиме, к примеру, для расчетов с иностранными биржами привели к росту потребности в ликвидных средствах в определенные временные промежутки в течение дня. Центральные банки значительно увеличили объем предоставления внутрисуточных кредитов для участников рынка, как правило, в обмен на обеспечение, с тем чтобы зачесть это для большего финансирования.

Другие факторы, способствующие растущему спросу на обеспечение, были выявлены Комитетом глобальной финансовой системы (CGFS) в 2001 г. Они включали в себя рост активности в области заключения сделок, а также расширение доступа новых участников на финансовые рынки по всему миру. Более того, уровень ликвидности или потребности в обеспечении возрос, к тому же спрос на ликвидные средства стал более подвержен волатильности. Банки начали больше полагаться на оптовое финансирование, которое более волатильно по сравнению с традиционным розничным финансированием. В дополнение к этому компаниям стало труднее точно оценивать потребность в обеспечении, так как с ростом требований о внесении дополнительного обеспечения инструменты усложнились. До прошлого года нехватка обеспечения в целом не вызывала особых опасений. Исследование европейского рынка РЕПО, опубликованное Международной ассоциацией рынков капитала (ICMA), показывает, что в течение последних 5 лет сектор РЕПО в среднем рос более чем на 15% в год, и его объем достиг 6,5 трлн долл. В последние годы предложение высококачественного правительственного долгового финансирования не увеличилось пропорционально спросу.

Однако большое количество ценных бумаг, обеспеченных активами и залогом недвижимости, которые с точки зрения рисков находились где-то между правительственными и корпоративными выпусками, смогли увеличить объем пула обеспечения. Статистические данные, опубликованные Ассоциацией участников фондового и финансового рынков (SIFMA), показывают, что с 2000 по 2006 г. мировой годовой объем выпущенных структурированных ценных бумаг удвоился. В Европе же этот показатель за тот же период времени вырос в 6 раз.

Под натиском кризиса финансовые институты быстро осознали, что их резервы обеспечения были недостаточными. Им понадобилось дополнительное обеспечение, что стало довольно трудной задачей, учитывая, что стоимость приемлемого обеспечения значительно снизилась в связи с событиями на рынке. Более того, компании должны были сделать это с минимальным уровнем рисков. Таким образом, появилась явная тенденция к возврату к качественным правительственным бумагам, если хотите, к «бегству в тихую гавань».

ИНФРАСТРУКТУРА ПОСЛЕ ТОРГОВ: НАДЕЖНАЯ ГАВАНЬ

Операторы инфраструктуры финансовых рынков, включая *Euroclear*, преодолели испытания. *Euroclear*, являясь международным центральным расчетным депозитарием и узкоспециализированным банком, сосредоточенным на расчетах и связанных с ними услугах, следует новейшей антикризисной программе и строго соблюдает политику управления рисками. *Euroclear Bank* гарантирует 99% кредитных позиций своих клиентов при помощи обеспечения. В результате оба крупнейших рейтинговых агентства — *Standard & Poor's* и *Fitch* — присвоили банку рейтинг AA+. Входящие в группу *Euroclear* центральные расчетные депозитарии, работающие в Бельгии, Франции, Финляндии, Нидерландах, Швеции, Великобритании и Ирландии, защищены от кредитных рисков и рисков, связанных с ликвидностью, поскольку они оказывают расчетные услуги на средства центральных банков.

На *Euroclear Bank* и *Euroclear UK & Ireland* оказал влияние дефолт *Lehman Brothers*. 16 сентября 2008 г. *Euroclear UK & Ireland* зафиксировал рекордное число сделок (1,6 млн) для проведения расчетов на следующий день после объявления дефолта *Lehman Brothers*; общий объем в сентябре вырос на 27% по сравнению с показателями августа. Эффективность расчетов по стоимости осталась на уровне свыше 97%.

Для *Euroclear Bank* результатом правильного управления явился тот факт, что его кредитные риски в связи с событиями вокруг *Lehman Brothers* были нейтрализованы путем реализации обеспечения. То, что оно было реализовано по той же цене, по которой оценивалось ранее, или даже по более высокой, подтверждает надежность нашей политики и практики управления рисками.

УПРАВЛЕНИЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕМ, ПРОВОДИМОЕ ТРЕТЬИМИ ЛИЦАМИ В ИНТЕРЕСАХ СТОРОН ПО СДЕЛКЕ: БЕЗОПАСНЫЙ ПУТЬ ВПЕРЕД

Наш собственный опыт и информация, полученная в результате обсуждения с группами пользователей и другими организациями, представляющими отрасль, позволяют предположить, что программы управления обеспечением, ведущегося третьей стороной в интересах сторон по сделке, представляют собой наиболее безопасный способ, при помощи которого клиенты могут управлять и анализировать ситуацию с пулами обеспечения в различных сегментах рынка, включая обеспечение кредитных операций центральных банков.

До тех пор пока доверие к межбанковским денежным рынкам не восстановится, а возможно, и некоторое время после этого, бизнес, связанный с двусторонним управлением обеспечением, будет оставаться более сложным для управления и, следовательно, сопровождаться более высоким уровнем рисков, нежели сделки, проведенные независимым агентом по управлению обеспечением. Компании становятся разборчивее по отношению к обеспечению, которое они готовы принять, и всякий раз, когда в качестве приемлемого выбирается обеспечение более низкого качества, возникают более сложные структуры дисконта от рыночной цены (т. е. разных уровней дисконта для разных типов активов) либо начинают применяться концентрационные лимиты.

В дополнение к этому в двусторонних сделках компании будет нелегко проанализировать свои позиции. К примеру, изучение позиции по предмету сделки и обеспечению может занять несколько дней. За это время контрапартнер по сделке может обанкротиться.

Ведущие независимые агенты по управлению обеспечением упрощают данный процесс, так как могут предложить комбинацию инструментов автоматического распределения обеспечения, интегрированных расчетов и обслуживания активов с практическим опытом в области оценки обеспечения.

Euroclear Bank предлагает услуги по управлению обеспечением, осуществляемому третьей стороной в интересах сторон по сделке как аутсорсинговое решение для сделок с обеспечением.

Аутсорсинговое обслуживание по сделкам с обеспечением, проводимое *Euroclear Bank*, является легким и есте-





ственным способом получить преимущество от применения сложнейших механизмов снижения рисков, которые существуют не сами по себе, а включены в сделку с обеспечением. К примеру, *Euroclear Bank* принимает на себя операционный контроль всех аспектов сделки с обеспечением, проводя ежедневную переоценку срочных биржевых позиций, придерживаясь заранее заданных концентрационных лимитов и предоставляя замену обеспечения, с тем чтобы убедиться, что в каждом случае используется правильно выбранное обеспечение. Этот процесс полностью автоматизирован, включая предоставление отчетов о стоимости обеспечения и деятельности контрапартнеров в режиме онлайн.

В кризисной ситуации, когда контрапартнер по сделке не может выполнить свои обязательства, клиент, пользующийся услугами независимого агента, такого как *Euroclear Bank*, сможет в течение нескольких минут получить информацию о позициях своих ценных бумаг и рисках, с тем чтобы в случае необходимости начать реализацию обеспечения. Даже если ценные бумаги были повторно использованы в других сделках, они могут быть немедленно возвращены. Недавние события подвергли испытаниям нашу автоматическую систему, юридическую базу и методы оценки обеспечения и подтвердили их надежность.

ГЛОБАЛЬНЫЙ ПУЛ ОБЕСПЕЧЕНИЯ

Задолго до текущего кризиса многие крупные финансовые институты были бы

рады увидеть появление на рынке глобального пула обеспечения. Подобный пул дал бы им возможность решения проблемы финансирования в разных валютах и на разных рынках путем предоставления местных активов для фондирования на всех рынках. Это довольно затратно, так как на некоторых рынках обеспечение может оставаться невостребованным в течение долгого времени. Центральные банки нашли определенные решения для преодоления международных ограничений ликвидности. Однако рынок находится в поисках более долговечного решения. Один из способов — предоставление универсального доступа к кредитам центрального банка в разных валютах с определенным пулом активов. Глобальные институты могли бы полностью централизовать управление ликвидностью и использовать то же самое обеспечение для финансирования на разных рынках, сократив общую потребность в фондировании таким способом.

В последние годы различные участники рынка предпринимали попытки сократить ограничения ликвидности, но гораздо больше должно быть сделано для увеличения доступности ликвидности на всех рынках. В частности, в это может внести свой вклад более эффективное перераспределение обеспечения и средств на многих рынках на ежедневной основе. В дополнение к этому необходим эффективный механизм для того, чтобы любое доступное обеспечение, возможно, иностранное или неликвидное, могло бы быть использовано любым центральным банком в случае прекращения функционирования рынков.

В настоящее время *Euroclear Bank* заканчивает создание системы, позволяющей клиентам пользоваться услугой по управлению обеспечением, осуществляемым третьей стороной в интересах сторон по сделке, чтобы управлять обеспечением в целях сохранения ликвидности центральных банков.

ПУТЬ ВПЕРЕД

Инфраструктура и различные системы финансовой отрасли прошли проверку и пережили недавние потрясения. Но проблемы могут также возникнуть и в будущем, и крайне важно убедиться, что при помощи решений, разработанных на рынках при поддержке центральных банков, уроки кризиса будут усвоены и при применении данной системы доступ к ликвидности окажется более быстрым.

Каков бы ни был вывод из текущего финансового кризиса, ликвидность, скорее всего, останется главной проблемой в ближайшем будущем. В глобальной экономике крайне важно, чтобы обеспечение управлялось, мобилизовывалось и реализовывалось эффективно, по максимально низкой стоимости с наименьшим уровнем рисков, с тем чтобы удовлетворить требования ликвидности. Для компаний, инвестирующих средства и использующих различные активы по всему миру, крайне важно существование инфраструктуры, управляющей эффективным использованием обеспечения ценных бумаг, невзирая на границы между государствами. ■

НДЦ поздравляет с Днем рождения

Дойче Банк в России, РОСБАНК, Инвестиционный банк «Траст»

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!

РОССИЯ — ИРЛАНДИЯ: ВЗАИМНЫЙ ИНТЕРЕС И НОВЫЕ БИЗНЕС-ВОЗМОЖНОСТИ

4 марта 2009 г. в столице Ирландии Дублине состоялся Российско-Ирландский деловой форум (RUSSIAN-IRISH BUSINESS FORUM), организаторами которого выступили IBEC¹, ENTERPRISE IRELAND², GRANT THORNTON и ТНК—ВР. Он прошел под лозунгом «Новые возможности на самом крупном развивающемся рынке Европы» (DISCOVERING OPPORTUNITIES IN EUROPE'S LARGEST EMERGING MARKET). В работе Форума приняли участие 245 представителей правительственных и деловых кругов России и Ирландии. Россию представляли 40 делегатов во главе с Дмитрием Козаком, заместителем Председателя Правительства Российской Федерации.

Наиболее популярный тост в Ирландии — «*Bas!*», что буквально означает пожелание смерти собеседнику. На самом деле это сокращенная форма более длинной формулы: «Счастья, здоровья и смерти в Ирландии!». Тост этот появился в середине XIX в., когда так называемая «картофельная чума» вызвала в стране страшный голод и ее население сократилось на четверть. С тех пор наилучшим пожеланием для ирландца стало пожелание умереть на родине. Однако представители этого гордого народа, перед тем как исполнить со свойственным этой нации спокойствием и фатализмом такое пожелание, успевают инвестировать в бизнес не только своей страны, но и других государств.

Форум открыл Министр иностранных дел Ирландии **Мишель Мартин** (*Michael Martin*). Представляя экономику своей страны, он отметил ее сбалансированность, направленность на культурные и коммерческие проекты, а также сохранение экономической стабильности. Базируется эта стабильность на многочисленном среднем классе. Повышенное внимание правительство уделяет развитию инновационных технологий и, как следствие, качеству образовательного процесса.

С российской стороны с приветственным словом и приглашением к сотрудничеству выступил Заместитель Председателя Правительства Российской Федерации **Дмитрий Козак**. В своем выступлении он сообщил, что взвешенная финансовая политика предшествующего периода позволила Правительству России

направить денежные средства от деятельности сырьевых компаний на поддержание строительного комплекса, в работе которого занято большое число российских граждан, а также банковского сектора. Это также дало возможность разработать систему снижения налогов и поддержать инвестиционные проекты, привлекательные для частного бизнеса. Такие проекты — с использованием средств государства — рассматриваются Правительством как меры по поддержанию рынка труда.

Деятельность Правительства России направлена на сокращение государственного контроля над бизнесом, о чем готовится соответствующий законопроект. В текущий момент государство было вынуждено пойти на временные меры

по приобретению плохих активов, которые после кризиса вновь будут приватизированы. Д. Козак пригласил ирландские строительные и инвестиционные компании участвовать в конкурсах на объектах Олимпиады-2014 в Сочи, сообщив, что в этом грандиозном проекте уже участвуют 48 компаний из 12 стран. В заключение он подчеркнул, что открытая рыночная экономика современной России направлена на интеграцию в мировую экономическую систему³.

Российские регионы представляли участники из Татарстана, Калининграда и Санкт-Петербурга. Возможности ведения бизнеса в Татарстане подробно осветил **Рустам Минниханов**, Премьер-министр республики⁴. Он указал на исключительно выгодное географическое положение



С. Смирнов, Исполнительный директор Технопарка «Ингрия», Е. Семькина, И. Толстов, Н. Тойвонен

¹ <http://www.ibec.ie>.

² <http://www.enterprise-ireland.com/Events/Russian+Business+Forum+2009+Presentations.htm>.

³ <http://www.prime-tass.ru/news/04.03.09>. Д. Козак пригласил ирландские компании принять участие в тендерах в рамках российских инвестиционных проектов); <http://prav.tatar.ru/rus/prensa.htm> (03.03.09. Премьер-министр Татарстана Рустам Минниханов принимает участие в 7-м заседании Межправительственного российско-ирландского комитета по развитию делового сотрудничества).

⁴ <http://www.tatar-inform.ru> (04.03.09. Опыт Ирландии в области стимулирования предпринимательства интересен для РТ, считает Р. Минниханов).





Татарстана, религиозную терпимость и большие возможности для международного сотрудничества. Рост экономики Татарстана составил 7%, несмотря на сложный 2008 г., начало мирового экономического кризиса. Основой экономики Татарстана являются нефтедобыча, нефтепереработка, химическая промышленность и сельское хозяйство. Премьер-министр отметил, что нефтедобыча достигает 640–650 тыс. баррелей в сутки и запасов разведанной нефти хватит на 30 лет. Это способствует развитию полимерного производства, круп-

ные ирландские компании (например, *Project Management, Mercury Engineering, Quinn Group, Treasury Holdings*, а также фирма архитектора *Murray O'Loire*, которая существует в России с начала 1990-х гг.) основали свой бизнес в России.

В 2004–2008 гг. рост инвестиций ежегодно составлял 18%. Инвестирование осуществлялось в такие сферы, как розничный бизнес, индустриальный и жилищный секторы, строительство складских помещений, гостиничный сектор и инфраструктура. Однако, как и на многих других рынках, за-



Л. Максвел, Е. Семькина, Г. Рожков, П. Финнеган, К. Пирс, Н. Тойвонен, С. Смирнов, И. Толстов

нейшего в России производства синтетической резины и, в частности, автомобильных шин. КАМАЗ — автомобильное сердце России — не нуждается в особом представлении. На территории Татарстана находится 2,2% пахотных земель России, что дает 5% запасов зерновых. Особая экономическая зона Елабуга позволит заинтересованным предприятиям снизить издержки на начальном этапе бизнес-процесса на 25–26%. В заключение Р. Минниханов выразил надежду на плодотворное и взаимовыгодное сотрудничество.

Франк Райн (Frank Rayn), Исполнительный директор *Enterprise Ireland*⁵, одного из спонсоров Форума, в своем выступлении дал подробный анализ строительной отрасли России. По оценке компании, объем мирового строительного рынка в 2008 г. оценивается в 6,2 трлн долл. Доля России в нем составляет 185 млрд долл. Таким образом, российский рынок вошел в 15 крупнейших рынков в мире. Масштаб российского рынка, с учетом прогнозируемого роста в 6,4% к 2013 г., представляет большие возможности для ирландского бизнеса. Воспользовавшись ими, некото-

ронутых финансовым кризисом, рост строительства в России замедлился. Вклад строительного сектора в ВВП России прогнозируется на уровне 5,32% в 2009 г. и будет плавно увеличиваться до 5,72% к 2013 г.

По словам Ф. Райна, несмотря на то что инвестиционная политика ирландских компаний стала более сдержанной, чем в последние 5 лет, ирландские компании намерены инвестировать примерно 1 трлн долл. в каждую область российской экономики в течение следующих 10 лет, в частности в российскую государственную инфраструктуру. Это предполагает вложения в строительство и поддержание дорог, в том числе железных, автострад, взлетно-посадочных полос, зданий аэропортов, портов и электростанций. Есть также перспективы, связанные с расширением розничной торговли.

Российский финансовый рынок представили **Елена Семькина**, Советник Президента ММВБ, Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург», и **Крис Уифер (Chris Weafer)**⁶, руководитель департамента стратегического планирования Финансовой корпорации УРАЛСИБ в Москве.

Презентация услуг финансовой инфраструктуры прошла в Городском совете Дублина (*Dublin City Council*). Особое внимание было уделено использованию высоких технологий и электронного документооборота как в НДЦ, так и в Группе ММВБ в целом.

В программе Форума прозвучали также доклады представителей ирландских компаний, имеющих опыт успешной работы в России и российских регионах: *ARI (Aer Rianta International) — duty free*, торговля в российских аэропортах и на борту ряда российских компаний-авиаперевозчиков, например «Россия», ТНК—BP, IBEC.

Вечерние и секционные заседания Форума были полностью отданы российским представителям. **Татьяна Чернышева** представила статистику Федерального агентства по управлению специальными экономическими зонами. Санкт-Петербург, как центр технико-внедренческой особой зоны, представил проект Технопарка «Ингрия»⁷. Проект развития Технопарка представил его Финансовый директор **Илья Толстов**. **Григорий Рожков**, Генеральный директор Некоммерческого партнерства «Санкт-Петербург — Лондон 2003» осветил общую концепцию экономического развития Петербурга на среднесрочную перспективу, а также рассказал о возможностях международного сотрудничества в области инноваций, образования и финансовой сферы. **Николай Тойвонен**, Проректор по развитию проектной деятельности Санкт-Петербургского государственного университета информационных технологий, механики и оптики, поведал о возможностях международного сотрудничества — обмена студентами, научными разработками и проведения совместных научных мероприятий.

Большие усилия к организации Российско-Ирландского делового форума приложил Посол Ирландии в России **Джастин Харман (Justin Harman)**. Он выразил надежду на то, что встречи на таком высоком уровне принесут положительные результаты участникам Форума обеих стран. Ирландская пословица гласит: «Хорошее начало — уже полдела».

В завершение встречи **Питер Финнеган (Peter J. Finnegan)**, Директор по международным связям и исследованиям Городского совета Дублина, выразил уверенность, что существующие деловые, финансовые и культурные связи между Россией и Ирландией будут укрепляться и расширяться. ■

Елена Семькина
Советник Президента ММВБ, Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург»

⁵ <http://www.enterprise-ireland.com/Events/Russian+Business+Forum+2009+Presentations.htm>.

⁶ Там же.

⁷ Там же.



СИСТЕМА РАСЧЕТОВ ESES: БЕЛЬГИЯ, ФРАНЦИЯ, НИДЕРЛАНДЫ – ТРИ РЫНКА НА ОДНОЙ ПЛАТФОРМЕ

Введение в январе 2009 г. расчетов через *Euroclear* по ценным бумагам, торгующимся на бирже *Euronext* (*Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities, ESES*), можно считать поворотным событием на пути создания единого европейского фондового рынка. Впервые три национальных центральных депозитария ценных бумаг будут использовать общую ИТ-платформу, единообразные бизнес-процессы и деловую практику, а также согласованные тарифы.

Это позволит осуществлять трансграничные сделки между национальными рынками наравне со сделками внутри страны, тем самым снижая прямую и косвенную стоимость расчетных и депозитарных операций по трансграничным сделкам в пределах Европейского союза.

Клиенты *ESES* теперь могут использовать единый и прямой доступ к трем рынкам зоны *Euronext* и экономить более 20 млн евро в год, так как трансграничные сделки станут такими же простыми и недорогими, как сделки, проводимые внутри страны.

ESES, являясь первым в своем роде проектом, столкнулся с целым рядом сложностей на этапе внедрения. Каждый рынок обладает своими особенностями, обусловленными различиями в законодательстве. Сейчас у клиентов появилось преимущество гармонизации своей деятельности в связи с принятием международных стандартов обработки и обмена информацией, которые будут использоваться более широко по мере дальнейшего объединения рынков в рамках создания единой платформы.

Информационный бюллетень
Prospective Online, 03.03.2009
www.euroclear.com

CLEARSTREAM СТАЛ ПЕРВЫМ МЕЖДУНАРОДНЫМ ЦЕНТРАЛЬНЫМ ДЕПОЗИТАРИЕМ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИМ ПРОВЕДЕНИЕ РАСЧЕТОВ В ОСНОВНЫХ ВАЛЮТАХ АЗИАТСКО-ТИХООКЕАНСКОГО РЕГИОНА В ДЕНЬ СДЕЛКИ

Clearstream, входящий в состав *Deutsche Börse Group*, стал первым международным центральным депозитарием, предлагающим расчеты в основных валютах Азиатско-Тихоокеанского региона в день сделки, таких как сингапурский доллар (*SGD*), гонконгский доллар (*HKD*), японская иена (*JPY*) и австралийский доллар (*AUD*). Для клиентов, работающих с данными валютами, это означает введение более выгодных сроков расчетов, близких к срокам локального рынка.

Clearstream обеспечивает валютные расчеты в сингапурских долларах в день сделки с декабря 2008 г. Данная услуга распространяется со 2 марта на гонконгский доллар, с 23 марта – на австралийский доллар и японскую иену.

Такой шаг позволит *Clearstream* предложить клиентам решения по расчетам на Азиатско-Тихоокеанском рынке, сравнимые по эффективности с услугами по расчетам в долларах США, евро и других ключевых валютах, и значительно сократить затраты на проведение операций.

Пресс-релиз *Clearstream*, 05.03.2009
www.clearstream.com

DTCC, EUROCLEAR И CLEARSTREAM ПОВЫШАЮТ ЭФФЕКТИВНОСТЬ И БЕЗОПАСНОСТЬ РЫНКА СРЕДНСРОЧНЫХ ЕВРОНОТ

Депозитарно-трасовая клиринговая компания *DTCC* (*Depository Trust & Clearing Corporation*) и две ведущие европейские депозитарно-клиринговые компании *Clearstream* и *Euroclear* 11 марта 2009 г. объявили о расширении системы обмена сообщений *European Pre-Issuance Messaging* (*EPIM*) для обеспечения поддержки рынка среднесрочных евронотов (*Medium-Term Note, MTN*). Система *EPIM* теперь автоматизирует процесс обмена информацией и присвоения *ISIN*-кодов для среднесрочных евронотов.

Рынок среднесрочных евронотов за последние 2 года вырос на 22% – с 6,4 трлн долл. США по состоянию на начало 2007 г. до 7,8 трлн долл. США по состоянию на начало 2009 г.

EPIM используется в одинаковом объеме на рынках еврокоммерческих векселей (*ECP*) и депозитных сертификатов в евровалюте (*ECD*). Эта система позволяет снизить затраты на ручную обработку данных и исключает необходимость трудоемкого и подверженного ошибкам процесса обмена информацией по телефону, факсу и электронной почте при запросе и присвоении *ISIN*-кодов. Отлаженная автоматизированная система обмена электронными сообщениями в стандартном формате повышает надежность и снижает количество ошибок обработки, несоответствий и задержек и в то же время сохраняет гибкость, свойственную рынку краткосрочных обязательств.

Пресс-релиз *DTCC*, 11.03.2009
www.dtcc.com

США: NASDAQ OMX ВВЕДЕТ ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА

NASDAQ OMX заявила о намерении ввести новую клиринговую структуру – *NASDAQ Clearing Corporation* (*NCC*), которая будет играть роль центрального контрагента на рынке США. Этому событию предшествовало приобретение Бостонской фондовой биржи (*Boston Stock Exchange, BSE*) в августе 2008 г., а затем и клиринговой корпорации *BSE Clearing Corporation*, которой *NASDAQ OMX* дала имя *NCC*.



В настоящее время Национальная клиринговая корпорация (*National Securities Clearing Corporation, NSCC*), дочерняя компания *DTCC*, является центральным контрагентом для 98% биржевых сделок с ценными бумагами. Таким образом, *NCC* будет предлагать рынку США альтернативную функцию центрального контрагента, гарантируя расчеты и клиринг торгов на основе постоянных нетто-расчетов. Также планируется, что сделки с ценными бумагами, осуществляемые на всех фондовых биржах США, смогут проходить клиринг через *NCC*, а участники торгов будут иметь возможность выбора между *NCC* и *NSCC*.

Ожидается, что *NCC* будет обладать конкурентными преимуществами по сравнению с *NSCC* по разным параметрам, таким как стоимость клиринга или эффективность обработки.

NCC начнет функционировать к концу 2009 г. при условии, что Комиссия по ценным бумагам и биржам США (*Securities and Exchange Commission, SEC*) одобрит окончательный проект правил.

Thomas Murray, Лондон, 11.02.2009

www.thomasmurray.com

НОРВЕГИЯ: OSLO BØRS VPS СОЗДАСТ ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА

Совет директоров холдинга *Oslo Børs VPS* принял решение о введении клиринга через центрального контрагента для сделок с ценными бумагами, инвестиционными сертификатами и биржевыми фондами (*ETF*) на бирже *Oslo Børs*, а также для сделок с ценными бумагами на площадке *Oslo Axxess*.

Сервис будет предоставляться компанией *Oslo Clearing ASA*, которая в настоящее время предлагает услуги центрального контрагента для клиринга сделок с деривативами на бирже *Oslo Børs*. *Oslo Børs VPS* планирует запустить новую услугу в I кв. 2010 г. Введение структуры центрального контрагента для клиринга по ценным бумагам требует утверждения соответствующими органами и официального разрешения.

Thomas Murray, Лондон, 26.02.2009

www.thomasmurray.com

ТАИЛАНД: РАСПРОСТРАНЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ О КОРПОРАТИВНЫХ ДЕЙСТВИЯХ ЧЕРЕЗ SWIFT С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ CFI-КОДОВ

Фондовая биржа Таиланда (*Stock Exchange of Thailand, SET*) и Депозитарий ценных бумаг Таиланда (*Thailand Securities Depository, TSD*) 17 февраля 2009 г. провели встречу с представителями кастодианов с целью обсуждения вопроса распространения информации о корпоративных действиях через *SWIFT* и использования для этих целей *CFI*-кода (*Classification of Financial Instruments*) и сообщения, определенного стандартом *ISO*. Эти нововведения планируется реализовать в последнем квартале 2009 г.

Следует обратить внимание, что *CFI*-код состоит из 6 буквенных символов, которые отражают характеристики финансового инструмента на момент его выпуска и остаются неизменными в течение всего срока существования инструмента.

Подробную информацию о *CFI*-кодах можно получить на веб-сайте Ассоциации национальных нумерующих агентств (*Association of National Numbering Agencies, ANNA*) www.anna-web.com.

Thomas Murray, Лондон, 18.02.2009

www.thomasmurray.com

JASDEC (ЯПОНИЯ) И MCDR (ЕГИПЕТ) ПОДПИСАЛИ МЕМОРАНДУМ О ВЗАИМОПОНИМАНИИ ПО ВОПРОСАМ СОТРУДНИЧЕСТВА И ОБМЕНА ИНФОРМАЦИЕЙ

Японский депозитарный центр (*Japan Securities Depository Center, Inc., JASDEC*) и египетская компания *MCDR (Misr for Central Clearing, Depository & Registry)* 10 марта 2009 г. подписали меморандум о взаимопонимании.

Согласно условиям данного меморандума, представители обеих сторон смогут проводить встречи на регулярной основе для обсуждения возможностей развития и обмена информацией о моделях ведения бизнеса и последних достижениях рынка ценных бумаг.

Пресс-релиз JASDEC, 10.03.2009

www.jasdec.com

ДЕСЯТАЯ ВСЕМИРНАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ ЦЕНТРАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ CSD10

20–22 мая 2009 г. в Будапеште (Венгрия) состоится Десятая Всемирная конференция центральных депозитариев *CSD10*, организаторами которой выступают Центральный Депозитарий Венгрии *KELER* и Ассоциация европейских центральных депозитариев (*ECSDA*).

В работе *CSD10* примут участие 5 региональных ассоциаций центральных депозитариев:

- Азиатско-Тихоокеанская ассоциация центральных депозитариев ценных бумаг (*ACG*);
- Американская ассоциация центральных депозитариев ценных бумаг (*ACSDA*);
- Ассоциация депозитариев Африки и Ближнего Востока (*AMEDA*);
- Ассоциация европейских центральных депозитариев (*ECSDA*);
- Ассоциация центральных депозитариев Евразии (*AECSD*).

От Ассоциации центральных депозитариев Евразии делегирована Мария Иванова, Директор по развитию НДЦ (Россия). Она выступит в рамках совещаний региональных ассоциаций центральных депозитариев с докладами о происшедших за 2 года с даты проведения форума *CSD9* событиях. В программе *CSD10* также предусмотрено выступление Эдди Астанина, Заместителя директора НДЦ (Россия).

Подробную информацию о конференции можно получить на официальном сайте *CSD10* www.csd10.com. ■

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 | (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.

Более подробная информация о форуме на www.micex.ru.