



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС
ДВОРЦЫ И ЗАМКИ
МИРА

В Н О М Е Р Е



- 03** РАБОТА НАД ПОВЫШЕНИЕМ КАЧЕСТВА
РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ
- 08** НАСТОЯЩИЕ ПРИЧИНЫ
ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА
- 18** КАК РАБОТАТЬ С ПРОБЛЕМНЫМИ ДОЛГАМИ



СОДЕРЖАНИЕ

АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

3 Представление о российской инфраструктуре фондового рынка за рубежом нужно менять

Главный редактор журнала *Global Custodian* Доминик Хобсон в беседе с Директором НДЦ Николаем Егоровым узнал о деятельности НДЦ, направленной на изменение представлений международного сообщества о качестве инфраструктуры фондового рынка в России.

Интервью с Директором НДЦ
Николаем Егоровым

РАЗВИТИЕ РЫНКА

5 Москва — международный финансовый центр: роль рынка ценных бумаг

Через 10 лет российский фондовый рынок должен стать лучшим рынком среди развивающихся или войти в немногочисленные ряды развитых рынков. А в перспективе 15–20 лет развивающихся рынков может не остаться. Задача развития национального фондового рынка — это одновременно и задача выживания: российский рынок должен стать эффективным, либо его просто не будет в природе. И если вопрос «Быть или не быть?» — риторический, то в настоящее время необходимо понять, какие преимущества, кроме самого факта существования, получает страна, обладающая мощным финансовым центром.

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

8 Инфляционистский взгляд на историю: к истокам мирового финансово-экономического кризиса

Сегодня мировой финансовый кризис перерос в глобальный экономический кризис. Однако сегодняшнее положение дел — лишь следствие устройства и развития мировой финансовой системы, сформированной еще в начале прошлого столетия. В статье будут освещены события, ставшие основной причиной текущего и прошлых экономических кризисов. На мой взгляд, основные проблемы заключаются в устройстве современной мировой денежной системы, которая продолжает оставаться нестабильной. Существующая денежная система, базирующаяся на долларе как основной резервной валюте и его фидуциарной эмиссии, глубоко нестабильна и способна порождать кризисы.

Елена Ненахова
Департамент операций на финансовых рынках Банка России, аспирант кафедры «Банки и банковский менеджмент» Финансовой академии при Правительстве РФ

14 Офшорный бизнес. Мировой опыт и российская практика

В отношении россиян к офшорам есть элемент двусмысленности. Это явление устойчиво воспринимается как нечто полукриминальное, как атавизм эпохи 1990-х гг. В то же время многие успешные российские компании продолжают пользоваться офшорами.

Денис Аксёнов
Старший преподаватель кафедры «Мировая экономика и международный бизнес» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации», канд. экон. наук

18 Возможные подходы к работе с проблемной задолженностью

Во время кризиса стоимость заемных средств резко возросла по всему миру, многие источники фондирования оказались недоступными для заемщиков, которые несут потери в операционной деятельности. В таких условиях финансовые институты испытывают повышенный риск роста просроченной задолженности. Возникает необходимость управления портфелем неспецифических для финансовой организации активов. В статье приведены возможные механизмы реализации такого управления.

Александр Синецын
Менеджер, Департамент консультирования по налогообложению и праву Deloitte & Touche CIS

РЫНОК И УСЛУГИ

21 Рынок страхования D&O: семь самых распространенных заблуждений

В условиях экономического кризиса и обострения взаимоотношений между акционерами и менеджментом акционерных компаний важность защиты экономических интересов и тех и других, а следовательно, использования инструментов страхования ответственности директоров и руководителей (D&O Insurance) значительно возросла. Вместе с тем стоимость данного покрытия и недопонимание его возможностей часто являются причинами, тормозящими принятие решения о приобретении такого полиса или не позволяющими воспользоваться всеми его преимуществами. Рассмотрим 7 основных заблуждений, свойственных страхованию D&O.

Андрей Домбровский
Директор ООО «АФМ Страхование консультанты и брокеры»

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

24 Сделки на рынке негосударственных облигационных займов за первые 6 месяцев 2009 года

27 НОВОСТИ НДЦ

28 СОБЫТИЯ МЕЖДУНАРОДНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Депозитариум № 8 (78) 2009

Редакционный совет:
Егоров Н. В.
Коланьков А. В.

Редакционная коллегия:
Егоров Н. В. — председатель
Василенко П. Ю. —
ответственный редактор
Аксенова Г. В.
Астанин Э. В.
Головкин Д. Н.
Иванова М. Н.
Кучунова Т. В.
Лагунов В. Я.
Медовская И. Л.
Наумов С. Н.
Осипов С. Л.
Ринк О. Л.
Семыкина 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»
№ 14 август 2009

На обложке:
Замок Нойшванштайн,
Германия

**Фото Ольги Ульяновой,
НДЦ**

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



Интервью с Директором НДЦ
Николаем Егоровым

ПРЕДСТАВЛЕНИЕ О РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЕ ФОНДОВОГО РЫНКА ЗА РУБЕЖОМ НУЖНО МЕНЯТЬ

Главный редактор журнала GLOBAL CUSTODIAN Доминик Хобсон в беседе с Директором НДЦ Николаем Егоровым узнал о деятельности НДЦ, направленной на изменение представлений международного сообщества о качестве инфраструктуры фондового рынка в России.

Д. Х.: За пределами России сложилось мнение, что инфраструктура российского рынка ценных бумаг является сложной и дорогой. Насколько справедлива такая оценка?

Н. Е.: Возможно, из-за рубежа российская рыночная инфраструктура действительно кажется дорогой, сложной, громоздкой и неудобной в использовании, но ни одна из этих характеристик не соответствует действительности. При взгляде на нее изнутри складывается более точное представление. НДЦ как крупнейший в России расчетный депозитарий является одной из основных системообразующих организаций. Об эффективности российской инфраструктуры свидетельствует широкомасштабное использование электронного документооборота между НДЦ и депонентами, с одной стороны, и другими звеньями учетной системы, с другой стороны. И прежде всего с регистраторами: примерно 90% всего объема документооборота осуществляется в электронной форме, причем 70% операций с обеих сторон происходит с использованием принципов STP. Это означает, что оформление сделок с ценными бумагами выполняется в течение одного операционного дня. Более того, проведение расчетов по сделкам в НДЦ намного дешевле, чем, например, в Лондоне. Это объясняется тем, что российский фондовый рынок — один из немногих рынков в мире, где ценные бумаги полностью бездокументарны, что обеспечивает высокую эффективность их обслуживания.

Д. Х.: Планируются ли какие-либо изменения или реформы, направленные на

формирование у зарубежных партнеров более позитивного восприятия российской инфраструктуры?

Н. Е.: Да. Самое важное — это наше стремление к повсеместному введению на российском фондовом рынке международного стандарта ISO 20022. Мы уже применяем этот стандарт в документообороте НДЦ с кастодиальными банками, в ближайшие 12–18 мес. планируем начать его использование в документообороте с регистраторами. Такое нововведение будет способствовать интеграции российского фондового рынка в инфраструктуру глобального рынка ценных бумаг. Мы также надеемся к концу года перейти на расчеты $T+3$ с использованием неттинга. Расчетный цикл $T+3$ будет удобен для международных инвесторов, поскольку он соответствует привычному для них графику расчетов.

Д. Х.: Какой цикл расчетов используется в настоящее время? Какая организация будет осуществлять неттинг сделок в $T+3$?

Н. Е.: Сейчас мы предлагаем расчеты в $T+0$ по сделкам со 100%-ным преддепонированием активов, что гарантирует успешный клиринг и расчеты. Также существует модель валовых расчетов $T+n$ по двухсторонним сделкам, однако такая модель не гарантирует расчеты. Недавно была введена услуга, позволяющая проводить валовые расчеты в режиме реального времени (в течение 5 мин.) для двухсторонних сделок. Следующим шагом станет введение услуги центрального контрагента для расчетов в $T+3$. Группа ММВБ уже предоставляет услуги централь-

ного контрагента, но не в традиционной форме. Год назад появился первый центральный контрагент на российском рынке, который в настоящее время работает только на валютном рынке, где ММВБ контролирует около 20% всех сделок.

Д. Х.: В какой степени ваша способность предоставлять более качественные услуги сдерживается политикой, проводимой российскими регулирующими органами, либо отсутствием таковой?

Н. Е.: В настоящее время законодательная база российского рынка ценных бумаг остается неопределенной в ряде вопросов, но рынок и его инфраструктура, несмотря на это, продолжают активно развиваться. С очевидностью, всегда комфортнее работать в ситуации совершенного законодательства, и мы рассчитываем на появление до конца этого года двух важных его составных частей — по организации биржевых торгов, а также клирингу и клиринговой деятельности. Сейчас в российском законодательстве имеются противоречия в этих сферах. К примеру, в настоящий момент существует риск того, что сделки, рассчитываемые через центрального контрагента, могут облагаться налогом дважды. Ясность в этом и многих других вопросах ускорит развитие инфраструктуры российского фондового рынка, хотя стоит отметить, что какие-то решения для участников рынка существуют и сейчас.

Д. Х.: Ожидается также принятие Закона «О центральном депозитарии». Как Вы полагаете, о чем будет этот закон?

Н. Е.: Надеюсь, что нормативная база по центральному депозитарию будет логиче-





ским продолжением законодательства о биржевой деятельности и клиринге. Дату, конечно, сейчас назвать сложно, хотя активно обсуждается актуальность его скорейшего появления, поскольку в настоящий момент на рынке акций фактически существуют два расчетных депозитария. Каким должна быть эта нормативная база, видимо, вопрос не совсем ко мне. На мой взгляд, ключевым вопросом является не количество центральных депозитариев в России, а их правовой статус, качество их взаимодействия с другими учетными институтами — кастодианами и регистраторами, механизмы обеспечения надежной защиты прав на ценные бумаги. Именно эти существенные вопросы должны быть отражены в законодательных актах о центральном депозитарии.

Д. Х.: **Насколько активно НДЦ лоббирует в органах власти конструктивные перемены в российской расчетно-клиринговой инфраструктуре?**

Н. Е.: Мы находим полное понимание со стороны Правительства Российской Федерации о том, что российская инфраструктура должна соответствовать международным стандартам для достижения поставленной правительством цели создания в России международного финансового центра. Уточню, что для полной интеграции российского рынка в мировую финансовую инфраструктуру необходимо использовать международные стандарты в сфере клиринга и расчетной деятельности.

Д. Х.: **Насколько тесно вы сотрудничаете с иностранными и российскими субкастодианами в России и насколько ценным вы считаете их вклад в развитие учетно-расчетной системы?**

Н. Е.: Среди наших партнеров и клиентов есть как международные, так и российские кастодианы. Мы активно взаимодействуем с ними: развиваем междепозитарные отношения, совместно работаем над решением технологических и практических проблем осуществления расчетов, обсуждаем вопро-

сы стандартизации процедур. Мы сотрудничаем со Сбербанком, Газпромбанком, ДКК, *ING Wholesale Banking*. Взаимодействие с *ING Wholesale Banking*, к примеру, осуществляется с использованием электронного «моста», позволяющего ускорить обработку сделок между российским рынком акций и рынками депозитарных расписок. В целях совершенствования взаимодействия с зарубежными клиентами мы планируем реализовать аналогичные проекты с Ситибанком и Дойче Банком. У нас работают Комитет по депозитарному обслуживанию и Комитет по инновациям и продуктам. На регулярных заседаниях этих комитетов кастодианы делятся с нами своими идеями и обсуждают текущие вопросы. Мы регулярно встречаемся с клиентами кастодианов, поэтому хорошо знаем их нужды и ожидания. Нам удалось установить тесные отношения с кастодианами, и мы надеемся в будущем укреплять и развивать наше сотрудничество.

Д. Х.: **Как изменился уровень активности на российском рынке со времени падения *Lehman Brothers* в сентябре прошлого года и каков Ваш прогноз на ближайшее будущее?**

Н. Е.: Будучи одновременно Старшим вице-президентом ЗАО ММВБ, отвечающим за операционную деятельность, я могу рассказать, что к концу прошлого года отмечалось резкое снижение объемов сделок, которое продолжилось и в I кв. текущего года. Однако в дальнейшем мы восстановили потерянные объемы. Более того, в июне этого года были побиты все предыдущие рекорды. В пределах своей компетенции могу прокомментировать скорее количество транзакций, нежели их объемы: так, во II кв. этого года количество операций на ММВБ удвоилось: если в начале сентября 2008 г. мы обрабатывали около 300 000 транзакций в день, то к июлю 2009 г. — уже более 600 000 в день. Эти цифры отражают активность как международных, так и российских

инвесторов, которые, по-видимому, считают российский рынок в данный момент недооцененным.

Д. Х.: **Из Ваших слов становится ясно, что Россия поставила цель обеспечить соответствие внутреннего рынка ценных бумаг достаточно жестким международным стандартам. В каких областях, на Ваш взгляд, отставание России наиболее существенно и в каких областях перспективы развития выглядят наиболее обнадеживающими?**

Н. Е.: Мы будем совершенствовать процессы, как говорят англичане, по принципу *best efforts*, т. е. прилагая все усилия — и по возможному направлениям, и по срокам реализации проектов. Однако развитие всей российской инфраструктуры до уровня международных стандартов — задача не из простых. Предполагается, что в ближайшие 6 мес. вступят в силу два исключительно важных законодательных акта (об организации биржевых торгов и о клиринговой деятельности), после чего мы рассчитываем на появление не менее важного нормативного акта о центральном депозитарии. НДЦ планирует ввести международный стандарт *DVP* с циклом расчетов $T+3$, большое внимание будет уделяться использованию форматов сообщений *SWIFT* на основе международного стандарта *ISO 20022* во всем документообороте, в том числе с регистраторами. В отношении торгуемых инструментов нам уже удалось обеспечить соответствие международным стандартам, и зарубежные инвесторы не встретят в России ничего необычного. Мы также прилагаем усилия для приведения в соответствие международным стандартам в сфере проведения корпоративных действий. Будьте уверены, что мы готовы последовательно двигаться к международным стандартам во всех областях. В некоторых из них мы уже преуспели, в других — ведется активная работа по достижению этой цели. ■

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ и ЗАО РП ММВБ осуществили расчет первой сделки на условиях «поставка против платежа» с использованием счетов, открытых в *Euroclear Bank*

31 июля 2009 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) и НЕБАНКОВСКАЯ КРЕДИТНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ ЗАКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО «РАСЧЕТНАЯ ПАЛАТА МОСКОВСКОЙ МЕЖБАНКОВСКОЙ ВАЛЮТНОЙ БИРЖИ» (ЗАО РП ММВБ) успешно осуществили расчет первой сделки на условиях «поставка против платежа» в иностранной валюте с использованием счетов НДЦ и ЗАО РП ММВБ, открытых в международном центральном депозитарии *Euroclear Bank*.

Первым воспользовалось новой услугой ОАО «Русь-Банк».

Напомним, что в разработанной схеме проведения расчетов НДЦ отвечает за учет ценных бумаг, а ЗАО РП ММВБ — за движение денежных средств. На данном этапе расчеты проводятся в иностранной валюте по сделкам с еврооблигациями и депозитарными расписками.

Список ценных бумаг, находящихся на обслуживании на счетах НДЦ в *Euroclear Bank* и допущенных к операциям по новой схеме, можно найти на страницах сайта НДЦ www.ndc.ru.



Александр Артюхин

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

МОСКВА – МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР: РОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Через 10 лет российский фондовый рынок должен стать лучшим рынком среди развивающихся или войти в немногочисленные ряды развитых рынков. А в перспективе 15–20 лет развивающихся рынков может не остаться. Задача развития национального фондового рынка — это одновременно и задача выживания: российский рынок должен стать эффективным, либо его просто не будет в природе. И если вопрос «Быть или не быть?» — риторический, то в настоящее время необходимо понять, какие преимущества, кроме самого факта существования, получает страна, обладающая мощным финансовым центром.

Финансовыми центрами являются города и страны, мобилизующие и перераспределяющие значительные объемы финансовых ресурсов и сочетающие в себе комплекс банковских и специализированных кредитно-финансовых институтов, осуществляющих международные валютные, финансовые и кредитные операции, сделки с товаром и различными ценными бумагами. Следовательно, возрастает роль страны, обладающей международным финансовым центром, в регулировании мировых финансов — финансовые потоки начинают идти через эту страну. А когда финансовые потоки идут через страну, когда есть мощные финансовые и товарные биржи, часть финансовых средств остается в этой стране, что, несомненно, положительно сказывается на диверсификации доходов бюджета.

Немаловажным признаком формирования конкурентоспособного в глобальном масштабе рынка является рост его капитализации. Важны не просто большие цифры, а качественный рост: увеличение *free-float*, повышение разнообразия инструментов, расширение отраслевой структуры капитализации, снижение точечной концентрации капитализации и зависимости от спекулятивного иностранного капитала. Сегодня на несколько десятков крупнейших инвесторов приходится 3/4 капитализации российского рынка.

Примерно такая же доля инвестиций приходится на несколько ключевых отраслей, российский рынок по-прежнему остается достаточно зависимым от состояния дел нескольких эмитентов.

К другим важным элементам существования международного финансового центра необходимо отнести следующее:

- устойчивая финансовая система и стабильная валюта;
- развитая инфраструктура — финансовая и социальная;
- широкий спектр инструментов финансового рынка, которые обеспечивают кредиторам и заемщикам разнообразие вариантов относительно затрат, рисков, ликвидности и контроля;
- адекватное однозначно трактуемое законодательство, включая налоговое;
- достаточные правовые гарантии, которые способны вызвать доверие у международных заемщиков и кредиторов;
- человеческий капитал, который свободно владеет специальными финансовыми знаниями, благодаря систематическому обучению и переподготовке;
- наиболее современные и эффективные технологии передачи информации и средства связи.

В прошлом году была разработана программа — концепция развития Москвы как международного финансового центра, а также подготовлены документы ключевого характера: Стратегия развития финансового рынка до 2020 г. и Стратегия развития банковского сектора. Проект плана мероприятий также предполагает разработку более 40 проектов федеральных законов и значительного количества подзаконных нормативных правовых актов.

Однако ни одна из мер, представленных в программе, не позволит сделать из Москвы мировой финансовый центр, если не будет решена целая группа системных для экономики проблем в области защиты фундаментального для финансового рынка права — права собственности. Невозможно представить себе существование финансового центра в случае отсутствия гарантий соблюдения прав и защиты интересов собственника, отсутствия независимой судебной системы, наличия административных барьеров и коррупции. Присутствие таких фундаментальных «болезней» в России — это большой системный риск национального финансового рынка, который нужно планомерно снижать, и необходимо разработать комплекс мероприятий по борьбе с правонарушениями на рынке в целом. Это масштабная задача федерального уровня, ключевая для создания в России сильной финансовой системы.





В условиях стремительно меняющегося мира нужно действовать решительно. Необходимо предложить условия работы на российском рынке лучше существующих сегодня в мире или аналогичные. Для этого важно исследовать зарубежный опыт и развивать уже существующие разработки в этой сфере.

Мир пребывает в поиске путей выхода из глобального кризиса, пытается оправиться от его потрясений. Еще не ясно, пройдено ли самое худшее или впереди новая кризисная волна. Однако кризис не должен отменять стратегические задачи развития страны.

Более того, в условиях настоящего глобального финансового кризиса может измениться расстановка сил в экономике планеты, произойти трансформация международных финансовых рынков, изменение правил их регулирования, создание новых центров притяжения капиталов. Здесь у России, крупнейшего рынка с нереализованным потенциалом развития, появляется дополнительный шанс оказаться одним из мировых финансовых центров.

Это означает, что кризис не оставляет России много выбора, кроме радикальной и хорошо продуманной реформы сектора финансовых услуг. Кроме того, кризис дает дополнительные возможности для того, чтобы заложить правильный фундамент для следующего этапа долгосрочного роста.

Россия должна стать мостом между Западом и Востоком, чему способствует уникальное географическое расположение. Москва находится между азиатскими рынками и финансовыми рынками Европы и США, поэтому трейдеры фактически могут работать 24 ч в сутки. Этот временной фактор очень существен, так как именно его отсутствие является серьезным тормозом для развития финансовых центров в странах, которые находятся в периферийной отдаленности от главных деловых центров планеты и трасс их взаимодействия.

Столица России уже сегодня играет роль одного из главных городов планеты, а также важного коммуникационного узла в системе международных финансовых и бизнес-связей. Москва выполняет функцию «ворот», через которые компании, базирующиеся в глобальных и ключевых европейских центрах, выходят на контрагентов в странах СНГ. Москва является крупнейшим центром концентрации капитала не только на постсоветском пространстве, но и в Центральной и Восточной Европе. На столицу приходится свыше 80% финансовых потоков страны и более половины российского банковского капитала. В Москве расположено

около 90% штаб-квартир работающих в России зарубежных банков и международных финансовых организаций, сосредоточена практически вся биржевая торговля ценными бумагами, а наши биржи входят в число крупнейших бирж мира. То есть де-факто Москва уже стала локальным финансовым центром СНГ и стран Восточной Европы.

Однако простое сравнение российского рынка с крупнейшими финансовыми центрами в мире выявляет существенное отставание Москвы, для преодоления которого необходимо развитие рынка и деловой инфраструктуры в следующих направлениях.

Формирование прозрачной и гибкой системы регулирования, охватывающей все элементы финансового рынка. В России необходимо создавать адекватную нормативно-правовую и организационную базу, отвечающую мировым стандартам. В стране нет четкого правового регулирования рынка производных финансовых инструментов, рынка ипотечного кредитования, имеются серьезные недостатки в работе независимой судебной системы и ее эффективности. Для успешного создания международного финансового центра необходимо принятие специального налогового и финансового законодательства, которое сделает выгодным и инвестиционно привлекательным концентрацию мировых ресурсов в стране. Необходимо убрать избыточные административные барьеры и снизить издержки, связанные с привлечением капитала на российские торговые площадки.

К сожалению, можно констатировать, что рост числа законов не приводит к улучшению качества российской законодательной среды в области финансовой деятельности. Требуется тщательная ревизия правовых актов и приведение их в соответствие с потребностями развития рынка. Для этого необходимо создание совместимых, а затем, возможно, и единых стандартов финансового и корпоративного законодательства, правил биржевой торговли и иных нормативных актов путем формирования единого правового пространства России, СНГ и стран Восточной Европы.

Эффективная организация системы налогообложения. В области налогообложения ключевыми характеристиками эффективно действующей системы являются: единый, справедливый и разумный уровень налоговой нагрузки на инвесторов — как резидентов, так и нерезидентов; эффективное налоговое администрирование, а также наличие международных договоров об избежании двойного налогообложения. При этом существенным является не столько наличие налого-

вых льгот для участников рынка, сколько прозрачность и эффективность системы налогообложения в целом.

С целью обеспечения справедливого и разумного подхода фискальных органов к контролю за сбором налогов наряду с усилением налогового контроля необходимо улучшить систему защиты прав налогоплательщиков. В частности, следует изменить схему возврата излишне уплаченных налогов, а также разрешать споры, связанные с неясностью толкования норм налогового права в пользу налогоплательщика.

Развитие нефинансовой бизнес-инфраструктуры. Именно инфраструктура создает те самые активы и объекты, за счет которых растет мощь экономики. И развивать нужно не только ее финансовую часть. Например, в числе привлекательных инфраструктурных проектов — строительство аэропортов, автомобильных и железных дорог, поставка электроэнергии, разработка экологически чистых технологий и альтернативных источников энергии.

Увеличение спектра доступных финансовых инструментов. Это, прежде всего, развитие рынка ипотечных инструментов и завершение буксующей на сегодняшний день пенсионной реформы, а также расширение списка доступных иностранных ценных бумаг и производных инструментов. К счастью, в этом направлении работа уже идет, и кое-что сделано. В частности, разрешено обращение некоторых иностранных ценных бумаг на российских биржах. Этот сервис пока работает с существенными недостатками и нареканиями от участников рынка, но в целом направление движения верное, нужно работать «над техникой».

Повышение роли национальной валюты в расчетах. К сожалению, пока двузначная инфляция не позволяет рублю стать валютой для международных расчетов, препятствует накоплению внутреннего частного инвестиционного капитала, деформирует структуру рынка и блокирует выпуск высококачественных государственных ценных бумаг, номинированных в рублях. Между тем очевидно, что создание по меньшей мере единой валютной зоны на постсоветском пространстве должно стать составной частью концепции формирования международного финансового центра. Это предполагает проведение согласованной валютной политики стран СНГ в сочетании с координацией и интеграцией рынков ценных бумаг и биржевых систем. Нужно обеспечить повышение роли национальной валюты в мировом пространстве и превратить ее в одну из международных валют, а также инвестировать российские резервные фонды в активы внутри страны.



Расширение группы частных инвесторов. Устойчивая национальная финансовая система невозможна без значительного количества индивидуальных инвесторов. Необходимо создание системы, обеспечивающей вовлечение населения в финансовые отношения. Сегодня представители среднего класса не спешат вкладывать свои деньги в отечественную экономику не потому, что этих денег у них нет, а по той причине, что они не знают, как это делается из-за низкой финансовой грамотности населения. В России нет института независимых инвестиционных консультантов, которые могли бы квалифицированно консультировать частных инвесторов. Необходимо также решить проблему долгосрочного внутреннего инвестирования, для чего требуется коренной пересмотр пенсионной реформы. Средний класс должен сформировать мощный социальный слой, который станет гарантом политической и экономической стабильности общества.

Привлечение иностранных инвесторов. Конкуренция между финансовыми центрами заключается именно в том, чтобы глобальные инвесторы выбрали их местом для своих операций. Средства глобальных инвесторов несопоставимо больше, чем средства национальных практически любой страны, поэтому ни одна страна не может полагаться только на собственные силы, а успех развития любого финансового центра будет в конечном счете зависеть от успешного привлечения средств из-за рубежа.

Формирование емкого конкурентного рынка труда в финансовом секторе. Финансовый сектор, относящийся к непродуцирующей сфере, имеет свою специфику: кадровый и технологический потенциал финансовой организации — основной ее капитал. Каждый сотрудник, обладающий необходимыми профессиональными знаниями и навыками, — это актив, стоимость которого постоянно возрастает. Однако еще более актуальной является задача повышения финансовой грамотности людей, непосредственно не вовлеченных в работу в финансовом секторе.

Формирование брэнда Москвы как международного финансового центра. Необходимо повышать уровень доверия инвесторов и менять образ России как места больших возможностей по мгновенному приумножению капитала с последующим его выводом.

Если говорить о деталях ныне действующей российской фондовой инфраструктуры, стоит отметить, что она существенно отличается от общепринятой международной модели. Отметим важные звенья инфраструктуры, которые в насто-

ящее время отсутствуют и были бы необходимы:

Единая биржа — оптимальный вариант прямого доступа на рынок иностранных инвесторов. Наличие единой биржи может стать сигналом для иностранных инвесторов о том, что инфраструктура готова для инвестирования и эффективного применения технологий торговли. Наличие двух конкурирующих биржевых групп не принесит особой пользы внутреннему рынку: России необходимо конкурировать не на внутреннем рынке, а на международной арене. Необходимо консолидировать собственную инфраструктуру и затем выходить на глобальный уровень. На деле это означает принятие общемировых стандартов. Адаптация локальных стандартов к мировым — это весьма дорогостоящий процесс, однако он существенно повысит ценность сотрудничества с российскими партнерами для иностранных компаний.

Центральный депозитарий, единый центральный контрагент и независимые клиринговые центры. Наша учетно-расчетная система до конца не адаптирована к мировым стандартам. Действующим в России порядком хранения ценных бумаг не могут воспользоваться инвесторы, подлежащие за рубежом самому жесткому регулированию. Это как раз те инвесторы, которые мобилизуют наиболее масштабные и «длинные» активы — пенсионные и взаимные инвестиционные фонды.

При наличии одной биржи необходимость в двух или более центральных депозитариях отпадает сама собой. Конкуренция в вопросе с центральным контрагентом аналогична ситуации с биржами и центральным депозитарием. Полноценный центральный контрагент потребует существенных капиталовложений, создания страхового и дефолтного фондов. Нет смысла дублировать эти структуры, предпочтительной является модель с одним центральным контрагентом.

Имеется отдельная расчетная палата (небанковская кредитная организация), которая предоставляет банковские услуги только депозитариям, в то время как примеры мировой практики показывают, что эту роль могли бы выполнять коммерческие расчетные банки с солидным кредитным рейтингом.

Кредитование ценными бумагами. Необходимо качественное обновление правовой и налоговой составляющих сферы кредитования ценными бумагами. Если мы планируем изменить структуру биржевых площадок и центрального депозитария, было бы целесообразно встроить механизм заимствования и передачи в заем ценных бумаг в основную инфраструктуру. Эффективный прозрачный рынок креди-

тования ценными бумагами мог бы достичь мирового уровня и привлекать и поддерживать другие зависящие от этого типа деятельности продукты. Это дало бы России преимущество в плане альтернативных инструментов и структурированных продуктов.

Повышение прозрачности финансового рынка. Необходимо внедрение эффективной системы раскрытия информации на финансовом рынке и финансовой отчетности, соответствующей международным стандартам. Необходим центральный источник цифровой информации.

Связи с технологическими системами других стран. При желании присоединиться к глобальной архитектуре России нужна связь с какой-либо технологической системой, причем в этом вопросе не стоит предлагать свое собственное решение, важно, чтобы решение было частью глобально признанной структуры.

Не следует забывать о размерах нашей страны. Развитие Москвы не означает уменьшение роли других уже сложившихся «финансовых городов». Региональные рынки, безусловно, должны развиваться, но без размывания статуса Москвы. Кроме того, они могут быть специализированными. Например, Санкт-Петербург может стать центром мирового масштаба по торговле энергоресурсами, а Владивосток — по торговле морепродуктами.

Регионы России имеют огромный инвестиционный потенциал, а значит его нужно развивать, формируя открытый рынок долговых государственных инструментов, причем не только общероссийский, но и для стран, в отношении с которыми Москва может выступить в качестве финансового лидера. Реализация Москвой намеченных глобальных экономических планов не будет означать стагнацию других, уже сложившихся финансовых площадок в других городах России, а наоборот: формирование на базе столицы крупного финансового центра станет «локомотивом» ускоренного развития региональных рынков страны. Может быть достигнут синергетический эффект регионального развития под влиянием Москвы в новом статусе международного финансового центра.

В заключение стоит отметить, что задача построения международного финансового центра может представляться нереалистичной и трудновыполнимой, но именно в настоящее время у России есть реальная возможность ее решить. Лондон формировался как финансовый центр на протяжении 250 лет, Нью-Йорк — более 100 лет, Гонконг — в течение последних 60 лет. Москва в начале пути, но за последние 15 лет сделано многое, главное — не останавливаться на достигнутом. ■

**ЕЛЕНА НЕНАЕВА**

Департамент операций на финансовых рынках Банка России,
аспирантка кафедры «Банки и банковский менеджмент»
Финансовой академии при Правительстве РФ

ИНФЛЯЦИОНИСТСКИЙ ВЗГЛЯД НА ИСТОРИЮ: К ИСТОКАМ МИРОВОГО ФИНАНСОВО- ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

Все последствия изменений покупательной способности под действием денежных факторов состоят в перераспределении богатства среди индивидов. Одни становятся богаче, другие — беднее; одни лучше обеспеченными, другие — хуже. Все, что одни выигрывают, оплачивается потерями других.
Людвиг фон Мизес. Человеческая деятельность: трактат по экономической теории

Сегодня мировой финансовый кризис перерос в глобальный экономический кризис. Однако сегодняшнее положение дел — лишь следствие устройства и развития мировой финансовой системы, сформированной еще в начале прошлого столетия. В статье будут освещены события, ставшие основной причиной текущего и прошлых экономических кризисов. На мой взгляд, основные проблемы заключаются в устройстве современной мировой денежной системы, которая продолжает оставаться нестабильной. Существующая денежная система, базирующаяся на долларе как основной резервной валюте и его фидуциарной эмиссии, глубоко нестабильна и способна порождать кризисы.

ИСТОКИ КРИЗИСА: ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ДЕНЕЖНОЙ СИСТЕМЫ

Практически все мировые финансово-экономические кризисы начиная с 1913 г. — даты основания Федеральной резервной системы (ФРС) — так или иначе связаны или напрямую вызваны деятельностью данного эмиссионного института США. Именно с этого момента начинается эпоха «американской культуры инфляции». Рискну утверждать, что именно неорганическая кредитная экспансия доллара является источником основных мировых финансовых и экономических кризисов: Великой депрессии 1929—1931 гг., краха Бреттон-Вудской валютной системы, экономических кризисов 70-х гг., региональных экономических кризисов 90-х гг. в Юго-Восточной Азии и Южной Америке, кризисе «доткомов» в США в 2001 г. и сегодняшнем, беспрецедентном по масштабам и последствиям, ми-

ровом экономическом кризисе. Если мы на самом деле хотим разобраться в истинных причинах нынешнего кризиса, то нам следует понять, что происходило с мировой денежной системой на протяжении XX—XXI вв.

Классический золотой стандарт, 1815—1914 гг.

В XIX в. мировая экономика была объединена классическим золотым стандартом¹. Так, доллар равнялся 1/20 унции золота, фунт стерлингов — 1/4 унции золота и т. д. Названия национальных валют государств являлись определениями единиц веса золота, обменные курсы между национальными валютами государств были четко зафиксированы (в золотых пропорциях), причем ни государства, ни центральные банки не влияли на эти курсы. Международный золотой стандарт означал, что в мире существовали универсальные мировые деньги, золото использовалось в качестве единого средства расчетов. Важно отметить, что международ-

ный золотой стандарт не позволял государствам, в которых действовал золотой стандарт, проводить выпуск необеспеченных денег и автоматически обеспечивал равновесие платежного баланса в каждой отдельно взятой стране. Все это способствовало развитию международной торговли товарами и услугами, а также специализации и международному разделению труда.

Первая мировая война и послевоенные годы, 1914—1922 гг.

Государства, участвующие в Первой мировой войне, резко увеличили предложение необеспеченных денег для покрытия военных расходов. Причем уровень инфляции был настолько высок, что эти страны были не в состоянии сдержать свои обещания по обмену бумажных денег и депозитов на золото и поэтому отказались от золотого стандарта, т. е. фактически объявили себя банкротами². США вступили в

¹ Каждая валюта имела золотое содержание (Великобритания — с 1816 г., США — 1837 г., Германия — 1875 г., Франция — 1878 г., Россия — с 1895—1897 гг.).

² Юридически система «золотого стандарта» была оформлена межгосударственным соглашением на Парижской конференции в 1867 г., которое признало золото единственной формой мировых денег. Парижская валютная система существовала на протяжении с 1867 г. по 1922 г., хотя с началом первой мировой войны Парижская валютная система фактически оказалась разрушенной (см. второй этап).

³ Именно с этого момента Парижская валютная система оказалась фактически разрушенной.



войну позже других стран и не успели «напечатать» так много долларов, чтоб их было невозможно погасить золотом. Поэтому фунты, франки, марки и т. д. обесценились относительно доллара. Разрушение международного золотого стандарта привело к разрушению международной торговли и инвестиционной деятельности, которая до этого свободно развивалась: курсы валют стали плавающими, что привело к возникновению валютных блоков, различным видам валютного контроля, таможенных тарифов и квот.

Золотодевизный стандарт, 1922–1931 гг.

До начала Первой мировой войны фунт стерлинга, исходя из его золотого содержания, стоил 4,86 долл. В конце войны на свободном рынке данное соотношение составляло 3,50 долл. за фунт стерлингов. Примерно в той же пропорции обесценились и другие европейские валюты. Несмотря на это, Великобритания приняла решение о возврате к золотому стандарту по старому, довоенному курсу, английская валюта была переоценена. Англичане не только не произвели резкого сокращения предложения денег и уровня цен, но под влиянием идеи построения «социального государства» продолжали увеличивать предложение денег. Это привело к возникновению проблем экспорта английских товаров, инфляции и безработице.

Единственным выходом для Великобритании в сложившейся ситуации стало бы такое устройство мировой финансовой системы, чтобы в других странах либо также продолжался выпуск необеспеченных денег, либо произошел возврат к золотому стандарту не по рыночным курсам, а с переоценкой относительно доллара. Становится понятно, почему Великобритания предложила на Генуэзской конференции идею золотодевизного стандарта. В 1922 г. на Международной экономической конференции в Генуе США, Великобритания и Франция договорились о новой мировой денежной системе. Основу новой системы составили золото и девизы³ — иностранные валюты. Конверсия валют в золото могла осуществляться как непосредственно через валюты США, Франции, Великобритании, так и косвенно, через другие валюты⁴.

Новый золотодевизный стандарт больше не работал как ограничитель эмиссии и инфляции. В соответствии с правилами этого стандарта рост пред-

ложения денег в Великобритании позволял другим европейским странам увеличивать предложение собственной национальной валюты и продолжать инфляционный бум. Однако подобное состояние мировой финансовой системы крайне нестабильно, в конечном счете оно должно закончиться полномасштабным экономическим кризисом. В данной системе (как и в последующих финансовых системах, основанных на неконтролируемой эмиссии необеспеченных денег) главной проблемой стала проблема доверия: к 1931 г. в США, Франции и других европейских странах накопились колоссальные объемы необеспеченных фунтов. В 1931 г. банкротство европейских банков и попытки Франции обменять фунты на золото привели к тому, что Великобритания в очередной раз объявила себя банкротом и навсегда отказалась от золотого стандарта.

В этот период США развернули борьбу за гегемонию доллара. Американский внешний долг в 1913 г. достиг 7 млрд долл., объем требований составил 2 млрд долл. К 1926 г. внешний долг страны уменьшился более чем в 2 раза, а требования к другим странам возросли до 12 млрд долл. Таким образом, США превратились из нетто-должника в нетто-кредитора. Кроме того, произошло перераспределение золотых резервов: в 1914 г. 23% золотых запасов развитых стран оказалось сосредоточено в Америке, а в 1926 г. — уже 46 %. В итоге США стали единственной страной, которая сохранила золотомонетный стандарт.

Плавающие валютные курсы и Вторая мировая война, 1931–1945 гг.

С 1934 г. в США начала действовать новая форма золотого стандарта. Доллар был приравнен к 1/35 унции золота, при этом золотом погашались только требования правительств и центральных банков. Американские граждане больше не имели права гасить доллары золотом, более того им вообще запретили иметь золото, в том числе и за рубежом. В 1931–1945 гг. в мировой денежной системе царил хаос: рыночные и фиксированные валютные курсы, инфляция, девальвация ряда валют, торговые и валютные ограничения — все это привело к фактическому развалу международной торговли и инвестиций. Возможно, указанные финансовые и экономические неурядицы сыграли роль катализаторов Второй мировой войны.

Бреттон-Вудс и новый золотодевизный стандарт (США), 1945–1968 гг.

После Второй мировой войны перед мировым сообществом встала проблема построения новой мировой денежной системы, которая бы обеспечила восстановление международной торговли и разделение труда. Авторами новой системы стали американцы, новая международная денежная система (правила которой были согласованы на конференции в Бреттон-Вудсе в 1944 г.) представляла собой отдаленную копию золотодевизного стандарта 1920-х гг., только в этот раз она была построена в интересах США, позволяя проводить инфляцию в своих целях.

Новое соглашение отличалось от старого золотодевизного стандарта 1920-х гг. существованием только одной ключевой валюты — доллара США, погашение которого золотом по курсу 35 долл. США за унцию имели право требовать только иностранные правительства и центральные банки. Таким образом, в Америке была сформирована инфляционная пирамида, в основании которой находилось золото, а сверху — доллары. В остальных странах мира в основании пирамиды были доллары США, в которых хранились валютные резервы, а сверху — национальные валюты. В новой международной финансовой системе были зафиксированы старые, довоенные обменные курсы европейских валют. Таким образом, в 1945 г. доллар стал искусственно недооценен, а европейские валюты — искусственно переоценены, что привело к возникновению ситуации «нехватки долларов».

В результате Второй мировой войны США заняли позицию самой мощной экономики мира⁵, положение доллара как главной резервной мировой валюты было фактически установлено на Бреттон-Вудской конференции. В мировой денежной системе официально наступила эра «долларового стандарта».

Правительство США понимало, что выстроенная в Бреттон-Вудсе система позволяла осуществлять безнаказанную эмиссию в мировом масштабе. Поэтому стимулирование инфляции стало в США после Второй мировой войны государственной политикой. К началу 50-х гг. увеличивающееся предложение денег в Америке, повышение производительности труда в Европе и Японии, укрепление валют европейских стран привели к тому, что в США появился устойчивый дефицит платежного баланса.

³ Девизами стали называть средства в иностранной валюте, предназначенные для международных расчетов, которые конвертируются в золото. Причем статус резервной валюты в период между двумя мировыми войнами не был официально закреплен ни за одной из валют.

⁴ В период Генуэзской валютной системы денежные системы 30 стран базировались на золото-девизном стандарте.

⁵ После Второй мировой войны только США имели положительное сальдо платежного баланса.



При этом существовавшие правила Бреттон-Вудса заставляли западноевропейские государства и Японию фактически накапливать доллары, которые благодаря эмиссии стали уже искусственно переоцененными. Так, План Уайта⁶ предусматривал создание резервного фонда для оказания финансовой помощи тем странам, которые испытывают краткосрочные трудности с дефицитом платежного баланса.

Необходимо отметить, что в период Второй мировой войны объем долларовой массы в США увеличился в 3,6 раза, появилась проблема излишне эмитированных долларов. План Маршалла⁷ стал не чем иным, как решением проблемы по распределению «излишне эмитированных» долларов среди государств, пострадавших в ходе Второй мировой войны. Из США в остальной мир были сброшены необеспеченные деньги, происходило «сжатие» денежной массы за счет «разжимания» денежной массы в Европе. Описанная ситуация привела к так называемой великой инфляции, которая поразила европейские страны в 1950-х — начале 1960-х гг. Именно в начале 1960-х гг. европейские страны осознали, что количество бумажных долларов за пределами США превысило золотой запас последних, что означало, что курс 35 долл. за унцию золота является фикцией.

В 1965 г. президент Франции Шарль де Голль объявил об отказе от доллара при совершении международных расчетов и переходе к расчетам в реальном золоте и потребовал от США в соответствии с Бреттон-Вудским соглашением обменять все обращавшиеся во Франции доллары на золото. Такое же требование во время разбирательства Франции и США предъявил и канцлер Германии Людвиг Эрхард.

С начала 1950-х гг. наблюдался постоянный отток золота из США: величина золотого запаса сократилась с 25 млрд долл. США в 1945 г. до 9 млрд долл. США в конце 1960-х гг.

Распад Бреттон-Вудской системы, 1968—1971 гг.

В начале 1970-х гг. происходило ослабление долларовой гегемонии. В условиях большого дефицита платежного баланса, вызванного, в том числе, и военной кампанией во Вьетнаме, власти США в марте 1968 г. официально отказались тратить золото из своих запасов для того, чтобы поддержать цену 35 долл. за

унцию на свободном рынке золота в Лондоне и Цюрихе.

Вследствие этого возник двухъярусный рынок золота: свободный рынок золота и золото центральных банков. Правительства и центральные банки стран мира договорились об отказе от продажи и покупки золота на свободном рынке, при этом золото должно использоваться в обменах между центральными банками по строго зафиксированному курсу — 35 долл. за 1 унцию — в качестве счетной единицы.

В это время США начинают активную пропаганду нового вида резервных денег — специальных прав заимствования (СДР). По мнению США, СДР могли бы заменить золото и стать мировыми деньгами. Предполагалось, что эмитировать СДР будет будущий Всемирный резервный банк. Если бы такая система была бы создана, то США получили бы возможность вместе с другими странами проводить неконтролируемую эмиссию денежных средств, а единственным ограничителем стала бы угроза гиперинфляции и развала всей мировой финансовой системы.

В марте 1971 г. несколько европейских стран потребовали от США перевести свои долларовые резервы в золото для оплаты увеличившихся квот в МВФ. Платежи сократили золотой запас США до самого низкого с 1936 г. уровня. К началу 70-х гг. золотые запасы европейских стран составили 47 млрд долл., США — 11,1 млрд долл. В этот период в мире падает доверие к доллару по причине колоссального дефицита платежного баланса этой страны. Чтобы спасти доллар от неминуемой девальвации, 15 августа 1971 г. США приняли решение прекратить обмен долларов на золото.

Стало понятно, что мир может вернуться в ситуацию 30-х гг.: валютные блоки, девальвация, сокращение международной торговли и инвестиций. Для США стала очевидной необходимость сохранить международную денежную систему, но уже без золота.

Смитсоновское соглашение, декабрь 1971 — февраль 1973 г.

18 декабря 1971 г. было заключено Смитсоновское соглашение, согласно которому страны мира обязывались поддерживать фиксированные курсы валют, которые не были обеспечены золотом. Новая система фиксированных обменных курсов (с валютными коридорами) не могла быть устойчивой, так как отсутствовало единое

средство обмена, и возможности проведения инфляции, прежде всего со стороны США, были ничем не ограничены. США продолжили увеличивать эмиссию своей национальной валюты, что привело к снижению курса доллара и сопровождалось ростом дефицита внешнеторгового баланса.

В феврале—марте 1973 г. доверие к доллару окончательно рухнуло, страны с твердыми валютами прекратили поддерживать завышенный курс американского доллара, т. е. покупать его, и мир вернулся к системе плавающих обменных курсов неразмменных денег, основанных на фидуциарной эмиссии.

Плавающие курсы валют, март 1973 г. — настоящее время

Итак, мир перешел к системе свободного плавающих валют, необеспеченных золотом. Необходимо отметить, что после марта 1973 г., т. е. момента, когда в США произошла полная отмена золотого стандарта, мир в целом вступил в инфляционную эру. В 1976 г. Ямайская валютная конференция официально установила свободу выбора любого режима валютного курса каждым государством — вместо золотодевизиного стандарта был введен стандарт СДР, отменен существовавший «долларовый стандарт» и юридически завершена демонетизация золота: отменены его официальная цена, золотые паритеты, прекращен обмен долларов на золото. Впрочем, доллар не сдал свои позиции, его статус лишь понизился с официально главной резервной валюты до неофициально главной международной валюты.

До того момента как доллар утратил свою связь с золотом, кейнсианцы и экономисты из круга М. Фридмена говорили о том, что цена золота завышена благодаря тому, что золото поддерживает доллар. Указывалось на падение рыночной цены золота до 8 долл. за унцию, т. е. до цены использования золота в промышленных целях. Однако начиная с 1971 г. рыночная цена на золото только росла (рис. 1).

По словам М. Ротбарда, «кратное повышение цен на золото с тех пор, как золотое обеспечение золота было ликвидировано, указывает на деградацию американской валюты»⁸.

Интересно отметить, что начиная с конца 1970-х гг. инфляционные источники увеличения доходов США и государств Западной Европы были заменены увеличением государственного долга, поэтому

⁶ План Уайта — план реформирования мировой валютной системы, предложенный министром финансов США Г. Уайтом на Бреттон-Вудской конференции в 1944 г.

⁷ План Маршалла — «Программа восстановления Европы», программа предложенная государственным секретарем США Джорджем Маршаллом. Согласно данному плану 17 европейских стран получили в общей сложности 12,385 млрд долл. для восстановления и развития.

⁸ Ротбард М. Государство и деньги: Как государство завладело денежной системой общества. 3-е изд. / Пер. с англ. и франц. / Под ред. и с предисловием Г. Сапова. Челябинск: Социум, 2008. С. 140.



в 1970–1980-х гг. наблюдается тенденция увеличения внешнего долга одновременно со снижением инфляции (рис. 2). Однако рост государственного долга имеет свои пределы. Поэтому в 1980-х гг., по мере того как западные страны приблизились к естественным пределам увеличения госдолга, стало очевидно, что единственный путь финансирования увеличивающихся государственных расходов (без увеличения налогов) — продолжить инфляцию, т. е. попросту включить печатный станок, что и было сделано.

Инфляция 1980–1990 гг. не сразу отразилась на курсе доллара. Произошло это по ряду причин:

1. Отказ от золотого стандарта и переход к необеспеченным деньгам, основанным на фидуциарной эмиссии, дал возможность правящим элитам получить контроль над перераспределением денежных потоков. ФРС США выпускала новые деньги, которые шли на фондовый рынок. Почему ФРС поступало именно таким образом? Риску предположить, что такая ситуация создавалась умышленно, с целью не допустить инфляцию в потребительский сектор.

Однако подобная политика привела к неоправданному росту фондового рынка, к появлению активов, которые сейчас стали «токсичными», т. е. фактически к появлению финансовой пирамиды на фондовом рынке. Рост фондового рынка происходил главным образом благодаря чрезмерной эмиссии денежных средств. Очевидно, что сложившаяся ситуация не может продолжаться бесконечно. В момент, когда по каким-либо причинам доступ к ресурсам (т. е. к дешевым денежным средствам) будет ограничен, это приведет к драматическому падению фондового рынка, что и произошло в 2007–2009 гг.

У описанной выше эмиссии, вызывающей бурный рост фондового рынка, есть и другие отрицательные последствия — она приводит к экономическим диспропорциям в производственной сфере и сфере услуг: происходит отвлечение ресурсов (прежде всего трудовых) из одних отраслей экономики в те отрасли, которые субсидируются денежной эмиссией (например, фондовый рынок). В момент, когда эмиссия прекратится, в данных отраслях неизбежен крах и депрессия, так как потребность в них была создана и поддерживалась эмиссией искусственно.

2. Особенностью эмиссии доллара США является то, что значительная ее доля экспортируется. Так, по оценкам экспертов, примерно 60–70% всех долларов обращаются за пределами США.

Действительно, за прошедшее столетие доллар стал широко распространен за пределами США: многие экономики были долларизированы (страны Латинской Америки), многие страны привязывали (и продолжают это делать) курс своей национальной валюты к доллару США. В случае с долларизацией стран это озна-

процентных ставок. Именно на этой стадии биржевой крах¹¹ в США стал неизбежен.

В данной ситуации власти США оказались перед дилеммой: с одной стороны можно пытаться поддерживать фондовый рынок, продолжая эмиссию. Возникает угроза гиперинфляции. С другой — можно положить конец монетарной инфляции (или сократить ее темпы), но это неминуемо приведет к биржевому краху и последующему кризису в экономике.

3. Маховик долларовой эмиссии, запущенный в США в 1980–1990-х гг., привел

Рисунок 1. СРЕДНЯЯ ЦЕНА ЗОЛОТА В ГОД, 1900–2009 ГГ.⁹

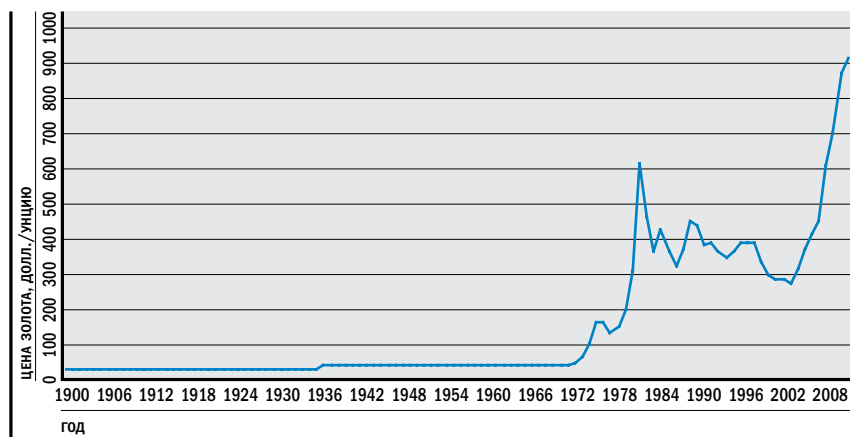
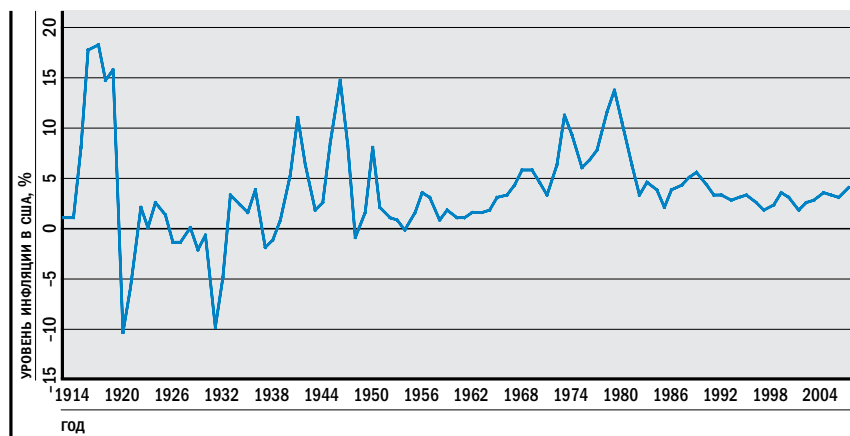


Рисунок 2. УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ В США, 1914–2008 ГГ.¹⁰



чает, что в такие страны поступает импорт необеспеченных неразменных долларов с одновременным экспортом в США реальных товаров и услуг.

После развала СССР начался массированный приток долларов в постсоветское пространство. Становится понятным, что, как только каналы экспорта США своей валюты были исчерпаны, это привело к росту цен внутри США и номинальному росту

к еще одному отрицательному последствию: он стал источником инфляции в других странах. Правительство США защищало интересы американских инвесторов за рубежом, поддерживая курсы национальных валют других стран. Однако подобная политика привела к росту инфляции в этих странах. После отказа от подобной политики последовали локальные кризисы, которые преодолевались с помо-

⁹ Построено автором с использованием данных сайта Лондонской ассоциации участников рынка золота (London Bullion Market Association) — <http://www.lbma.org.uk/stats/goldfixg>.

¹⁰ Рассчитано автором на основе данных Департамента труда США, Бюро статистики труда (U.S. Department Of Labor, Bureau of Labor Statistics) на основе Индекса потребительских цен (Consumer Price Index — All Urban Consumers — (CPI-U)). В качестве базового периода в исходных данных для расчета индекса был взят период 1982–1984 = 100.

¹¹ Рост номинальных процентных ставок приводит не только к падению фондового рынка (который рос на дешевых заемных средствах, направляемых ФРС США на этот рынок благодаря эмиссии доллара), но также приводит к сокращению кредитного рынка, за которым следует падение рынка недвижимости. Падение фондовых активов и рынка недвижимости приводит к уменьшению портфелей фондовых активов банков и инвестиционных компаний, уменьшению залоговых портфелей, приводит к необходимости увеличения обеспечения и залогов, а также приводит к дальнейшему росту невозврата кредитов и т. д. Финансовый кризис перекидывается на реальный сектор экономики.



щью денег США¹². После этого страны попадали в политическую и экономическую зависимость от США. Примеры таких стран и кризисов: Мексика в 1994–1995 гг.; Таиланд, Филиппины, Малайзия, Индонезия, Сингапур и Корея в 1997 г.

4. Из-за действий США в мире с 1970-х гг. наблюдалась еще одна тревожная тенденция, связанная с эмиссией денежных средств – создавался избыточный кредит, который в рамках естественного (без вмешательства государства в экономику) производственного цикла не может

быть возвращен. Из-за чрезмерной эмиссии доллара и искусственно заниженной процентной ставки¹³ в мире в целом и, прежде всего, в США (рис. 3) были созданы избыточные производственные мощности, загрузка которых на протяжении последних десятилетий падала.

Вспоминаются строки из «Капитала» Карла Маркса, которые сейчас звучат пророчески: «Владельцы капитала будут стимулировать рабочий класс покупать все больше и больше дорогих товаров, зданий и техники, толкая их тем самым

брать все более дорогие кредиты, до тех пор, пока кредиты будет невозможно погасить. Невыплачиваемые кредиты ведут к банкротству банков, которые будут национализированы государством, что в итоге и приведет к возникновению коммунизма».

ПЕРСПЕКТИВЫ ВЫХОДА ИЗ МИРОВОГО ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

Развитие мировой финансовой системы привело к тому, что доллар стал самым влиятельным фактором мировой экономики. Выход мировой экономики из кризиса будет во многом зависеть от того, что произойдет с долларом в ближайшем будущем. Сейчас перед США стоит задача предотвратить развал мировой денежной системы, основанной на долларе. Однако средства, которые используются в настоящее время для выполнения этой задачи, могут привести к еще худшим результатам: США продолжают проводить «политику инфляции», активно наращивая долларовую денежную массу (рис. 4). При этом странам, которые фиксируют свои валютные курсы к доллару, придется нелегко: импорт инфляции может привести к необходимости отказа от доллара для сохранения внутренней ценовой стабильности. Все это может привести к введению независимых региональных валютных систем с целью контроля эмиссии и введению таможенных и валютных ограничений. Сегодня становится очевидным, что роль доллара США как мировой резервной валюты снижается, о чем свидетельствует снижение его доли в мировых официальных резервах (см. таблицу).

На сегодняшний день в мире сформировано несколько зон влияния разных валют.

1. Долларовая зона влияния – самая крупная. В нее входят страны Азии, Латинской Америки и ряд государств с переходной экономикой. Однако данная зона характеризуется своей неоднородно-

Рисунок 3. ЭФФЕКТИВНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА ПО КРАТКОСРОЧНЫМ КРЕДИТАМ В США, 1955–2008 ГГ.¹⁴

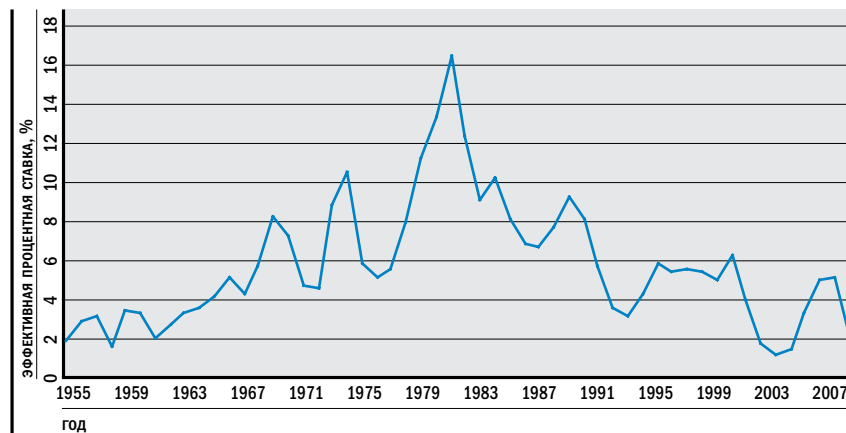
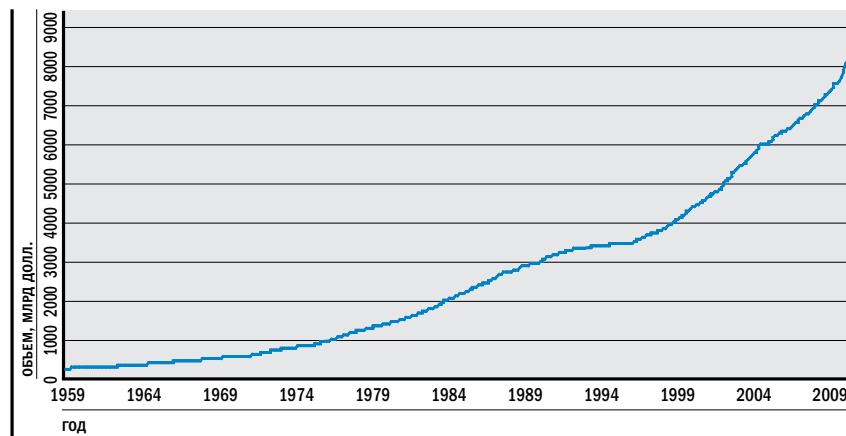


Рисунок 4. ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО АГРЕГАТА M2 В США, 1959–2009 ГГ.¹⁵



СТРУКТУРА МИРОВЫХ ОФИЦИАЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ, %¹⁶

Валюта	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Доллар США	59,0	62,1	65,2	69,3	71,0	71,1	71,5	67,1	65,9	65,9	66,9	65,5	64,1	64,0
Английский фунт стерлингов	2,1	2,7	2,6	2,7	2,9	2,8	2,7	2,8	2,8	3,4	3,6	4,4	4,7	4,1
Японская иена	6,8	6,7	5,8	6,2	6,4	6,1	5,0	4,4	3,9	3,8	3,6	3,1	2,9	3,3
Евро					17,9	18,3	19,2	23,8	25,2	24,8	24,0	25,1	26,3	26,5
Прочие валюты	32,1	28,5	26,5	21,8	98,2	1,8	1,6	2,0	2,2	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1

¹² Это могла быть как прямая помощь со стороны США, так и кредиты международных финансовых организаций.

¹³ Искусственно заниженная процентная ставка возникла из-за чрезмерной эмиссии доллара США.

¹⁴ Рассчитано автором на основе статистических данных ФРС США по показателю эффективной процентной годовой ставки по краткосрочным кредитам (*federal funds effective rate, annual*) за период 1955–2008 гг.

¹⁵ Рассчитано автором на основе данных ФРС США, агрегат M2 взят скорректированным на сезонный фактор.

¹⁶ Рассчитано автором на основании данных МВФ (*IMF Statistics Department COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves)*) и Международной финансовой статистики (*International Financial Statistics*).



стью и неустойчивостью. Большую часть составляют мелкие страны, которые находятся под политическим влиянием США.

2. Зона влияния евро строится по другому признаку — не только экономическому, но и политическому. Ее основу образуют все страны, входящие в Европейский союз, страны, входящие в состав африканской валютной зоны французского франка, а также страны, которые планируют присоединиться к ЕС (страны Центральной и Восточной Европы).

3. В рамках азиатского региона происходит формирование третьей валютной зоны — зоны юаня. В январе 2009 г. МВФ опубликовал результаты исследования Сирано К. «Блок иены или блок юаня: перспективы валютных соглашений в Восточной Азии»¹⁷. В данной работе рассматривается гипотетический переход на единую валюту в странах Восточной Азии. Эксперты фонда пришли к выводу, что валютная интеграция с Китаем оказывается более выгодной, чем с Японией или США. Приведенный анализ показывает, что Япония не будет доминирующим игроком в формирующемся валютном союзе в Восточной Азии, особенно если продолжится расширение относительного присутствия Китая.

О возрастающей роли китайского юаня свидетельствуют подписанные договоры о валютном свопе (на настоящий момент их 6) Народного банка Китая с центробанками других стран (Малайзии, Южной Кореи, Гонконга, Белоруссии и Индонезии) начиная с декабря 2008 г. Последний договор о валютном свопе в объеме 70 млрд юаней, или 10,2 млрд долл., был подписан Народным банком Китая с Центральным банком Аргентины для того, чтобы Аргентина могла оплатить импорт китайских товаров китайской валютой.

Что будет дальше? Точно ответить на этот вопрос сложно. Очевидно, что уже сейчас большинство стран мира понимают: мировую денежную систему необходимо реформировать. Сегодня снова активно обсуждается идея создания мировых денег.

Так, президент Казахстана Н. Назарбаев считает, что «косметический ремонт мировой финансовой системы ни к чему не приведет»¹⁸. По его мнению, монополия доллара как мировой резервной валюты нелегитимна, а эмиссия принципиально новой валюты должна быть прозрачна для всех. Переходным этапом Н. Назарбаев видит систему региональных валют, одну из которых можно было бы ввести в ЕврАзЭС.

И действительно, сейчас в мире активно обсуждаются вопросы о создании независимых региональных валют. Так, главы государств Боливарианской инициативы (ALBA¹⁹) и Эквадор подписали 17 апреля 2009 г. в венесуэльском городе Кумана рамочное соглашение о введении условной денежной единицы взаиморасчетов — сукре — в торговле и реализации проектов экономического сотрудничества.

Начать формирование общего монетарного пространства и в экспериментальном режиме ввести в действие единую региональную систему взаиморасчетов планируется уже с 1 января 2010 г. В дальнейшем сукре может стать общей валютой для стран ALBA и Эквадора. Впрочем, не только для них: в соглашении содержится статья, позволяющая другим государствам Латинской Америки и Карибского бассейна присоединиться к этому интеграционному проекту, который призван стимулировать региональную торговлю, «снизить последствия глобального кризиса капитализма» и сократить зависимость Южной Америки от доллара.

На мой взгляд, идея создания всемирных денег неплоха. Но идея создания всемирных необеспеченных денег, основанных на фидуциарной эмиссии, ужасна. Будущий всемирный эмиссионный банк получит возможность осуществлять фидуциарную эмиссию и инфляцию в международных масштабах, причем те ограничители монетарной инфляции, которые работают в современной мировой денежной системе — дисбалансы платежного и торгового баланса и падение курса национальной валюты — будут ликвидированы. Единственным ограничителем темпов фидуциарной эмиссии станет угроза гиперинфляции в глобальном масштабе и крах всей денежной системы.

В случае создания всемирных необеспеченных денег важной является проблема распределения дополнительной эмиссии данных всемирных денег. Каждая страна мира будет стремиться отстоять такой метод распределения, который обеспечит ей максимально возможную часть дополнительных денег в результате эмиссии. Очевидно, что та страна, которая первой получит деньги в результате эмиссии, сможет купить на мировом рынке товаров больше, чем до эмиссии. В конечном счете из-за дополнительной эмиссии произойдет рост цен во всем мире, но когда этот процесс завершится, то страна, получившая дополнительную эмиссию, станет богаче за счет других

стран, не получивших свою порцию дополнительных денежных средств.

Стоит обратить внимание, что уже сейчас в мире происходят попытки согласованной организации эмиссии денежных средств. Так, крупнейшие центральные банки мира договариваются между собой о координации действий в сфере кредитно-денежной политики и политики обменных курсов.

Завершить свое рассуждение хотелось бы словами известного американского экономиста Мюррея Ротбарда, высказанными им еще 1964 г.: «Единственный способ избежать катастрофы — это радикальное переустройство американской и мировой денежной систем. Мир должен вернуться к свободному рынку денег, иначе говоря, к золоту — естественно выбранному рынком денежному товару. Что касается государства, то у него следует полностью отобрать право регулировать денежное обращение»²⁰. ■

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Кого, что и почему обсуждали в марте. «Национальный банковский журнал», № 4, апрель 2009.
2. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения: учеб. пособие / О. Б. Аникин. М.: Флинта: МПСИ, 2008.
3. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. — 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2008.
4. Международные валютные, кредитные и финансовые отношения: учеб. пособие / К. В. Рудый. М.: Новое знание, 2007.
5. Мизес, Людвиг фон. Человеческая деятельность: трактат по экономической теории / Пер. с 3-го испр. англ. изд. А. В. Куряева. Челябинск: Социум, 2005.
6. Скогорева А. Доллар на грани срыва // Национальный банковский журнал. № 3 (60), март 2009 г.
7. Суэтин А. А. Международные валютно-финансовые отношения: Учебное пособие. М.: КНОРУС, 2004.
8. Ротбард М. Государство и деньги: Как государство завладело денежной системой общества. 3-е изд. / Пер. с англ. и франц. / Под ред. и с предисловием Г. Сапова. Челябинск: Социум, 2008.
9. Цены и производство / Фридрих Хайек; пер. с англ. под ред. Г. Сапова. Челябинск: Социум, 2008.
10. Shirono K. Yen Bloc or Yuan Bloc: An Analysis of Currency Arrangements in East Asia. Wash.: IMF, 2009. N 3. 34 p. (IMF working papers. WP/09/3)

¹⁷ Shirono K. Yen Bloc or Yuan Bloc: An Analysis of Currency Arrangements in East Asia. Wash.: IMF, 2009. N 3. 34 p. (IMF working papers. WP/09/3)

¹⁸ Кого, что и почему обсуждали в марте. «Национальный банковский журнал», № 4, апрель 2009

¹⁹ ALBA была создана по инициативе Фиделя Кастро и Уго Чавеса в 2004 г. в противовес американской инициативе свободной экономической зоны двух Америк. В настоящий момент в ALBA входят следующие страны: Боливия, Венесуэла, Гондурас, Доминика, Куба, Никарагуа, Эквадор, Сент-Винсент и Гренадины и Антигуа и Барбуда. Парагвай и Гренада участвуют в блоке в качестве наблюдателей.

²⁰ Ротбард М. Государство и деньги: Как государство завладело денежной системой общества. 3-е изд. / Пер. с англ. и франц. / Под ред. и с предисловием Г. Сапова. Челябинск: Социум, 2008.



Денис Аксёнов

Старший преподаватель кафедры «Мировая экономика и международный бизнес»
ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»,
канд. экон. наук

ОФШОРНЫЙ БИЗНЕС. МИРОВОЙ ОПЫТ И РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА

В ОТНОШЕНИИ РОССИЯН К ОФШОРАМ ЕСТЬ ЭЛЕМЕНТ ДВУСМЫСЛЕННОСТИ. Это явление устойчиво воспринимается как нечто полукриминальное, как атавизм эпохи 1990-х гг. В то же время многие успешные российские компании продолжают пользоваться офшорами.

СУЩНОСТЬ И СОВРЕМЕННОЕ ПОНИМАНИЕ ОФШОРА И ОФШОРНОЙ КОМПАНИИ

Офшор — явление многогранное, и отношение к нему в международном сообществе весьма неоднозначное. В России это слово звучит чаще всего с негативной и даже обвинительной интонацией. У обычных граждан офшоры стойко ассоциируются с банановыми островами, финансированием противозаконных операций, отмыванием «грязных» денег, уводом капиталов из страны и уклонением от уплаты налогов.

Офшор (от английского *off shore* — «вне берега», «вне границ») — это один из самых известных и эффективных методов налогового планирования. Основой этого метода являются законодательства многих стран, частично или полностью освобождающие от налогообложения компании, принадлежащие нерезидентам.

Термин «офшор» впервые появился в одной из газет на восточном побережье США в конце 50-х гг. XX в. Речь шла о финансовой организации, переместившей свою деятельность, которую правительство США желало контролировать и регулировать, на территорию с благоприятным налоговым климатом. Таким образом, происхождение термина «офшор» не юридическое, а экономико-географическое.

Офшорная зона — понятие, не имеющее единственного аналога в английском языке. Этим емким понятием на русский переводится множество терминов: «офшорный центр», «налоговая гавань»,

«корпоративная гавань», «налоговый рай» и т. д., которые все вместе объединены в понятие «офшорная юрисдикция».

Это юрисдикция, в которой законодательно определены статус офшорных фирм и соответствующие законодательные нормы.

Офшорные зоны являются разновидностью Свободных Экономических Зон (СЭЗ), которых, по разным оценкам, насчитывается в мире от нескольких сотен до 2 тыс.

Офшорная компания — это компания, которая не ведет хозяйственной деятельности в стране своей регистрации, а владельцы этих компаний — нерезиденты этих стран. Это требование стран, где разрешена регистрация таких компаний. Как правило, в этих странах очень низкое или вообще никакого налогообложения офшорных компаний (лишь только фиксированный ежегодный сбор).

В России офшоры также используют для импорта основных средств. Для того чтобы при импорте избежать налогообложения НДС и обложения таможенными сборами, применяют схемы, в которых участвуют офшорные компании.

Еще одной особенностью использования офшоров в России является открытие счетов в Латвии, а в последнее время и в Литве (латвийские банки открывают там свои филиалы). Редкий европейский банк откроет счета офшорной фирме, а эти банки предлагают большой выбор конвертации, в том числе и «мягких валют».

В России массовое развитие бизнеса с использованием зарубежных офшорных компаний началось в 1991 г. и было свя-

зано с отменой монополии государства на ведение внешнеэкономической деятельности.

В современном обществе, во властных структурах и бизнес-среде отсутствует единое понимание термина «офшор». Как следствие, с одной стороны, компания вполне легитимно может использовать офшор, но, с другой стороны, рискует получить претензии от контролирующих ведомств.

Одни подразумевают под офшором территорию, предоставляющую инвесторам различные экономические льготы на срок окупаемости проектов (например, технопарки) и искренне полагают, что в российских регионах есть офшоры. Другие относят к ним страны, в которых ставки базовых налогов ниже, чем в России. Третьи называют офшорами некие схемы, по которым карликовые и островные государства выступают в качестве перевалочных пунктов для «перекачивания» и обналичивания огромных денежных средств и берут за свои услуги скромную плату.

В целом, сложившихся стереотипов и заблуждений очень много. Даже в материалах, посвященных международному налоговому планированию, применяются разные написания термина «офшор» — с одной и двумя буквами «ф». Такая ситуация связана с тем, что в обиходе это слово появилось раньше, чем в официальных словарях. Даже в английском языке это слово также имеет разные варианты написания — как *offshore*, так и *off-shore* (иногда встречается *off shore*).



ВИДЫ ОФШОРНЫХ ЗОН

Офшорные юрисдикции можно подразделить на 3 вида: 100%-ные офшорные зоны, страны с льготным налогообложением и административно-территориальные образования.

1. 100%-ные офшорные зоны чаще всего известны как «налоговые гавани» или «налоговые убежища» (*tax heaven*). Небольшие государства, острова с невысоким уровнем развития собственной экономики, но с достаточно высокой политической стабильностью (Багамские, Британские Виргинские, Каймановы, Багамские острова, острова Джерси и Гернси, Либерея, Панама и т. д.). Как правило, эти государства не предъявляют никаких требований к отчетности, единственное требование — ежегодный фиксированный сбор в казну.

2. Страны с льготным режимом налогообложения отдельных видов деятельности. Кроме офшорных компаний, здесь существуют и обычные, ведущие деятельность на территории регистрации. Для того чтобы доказать, что компания не вела такой деятельности, обычно следует ежегодно проходить аудит и сдавать отчеты. Со стороны правительств этих государств контроль осуществляется более жесткий, чем в случае с налоговыми гаванями, ведется реестр директоров и акционеров, но и престиж компаний гораздо выше. Примером таких зон являются Кипр, Гибралтар, Люксембург, Швейцария, Лихтенштейн и др. Кипр иногда выделяют отдельно в качестве нетрадиционной офшорной юрисдикции.

3. Административно-территориальные образования, в которых действует офшорный режим. Характерно для стран с федеральным устройством (США, Великобритания, Канада, Россия и др.). В этой связи стоит упомянуть внутренние офшорные зоны США — штаты Делавэр, Невада и Вайоминг; Швейцарии — кантоны Нематель, Фрибург и Цуг; Канады — провинция Нью-Брансвик; Великобритании — остров Мэн; португальский остров Мадейра; малайзийский Лабуан, а также российские — Калмыкия, города Углич, Смоленск. Гонконг и Кампионе являют собой пример офшорных зон на территории унитарных государств.

Вид офшорной деятельности определяет организационно-правовую форму офшорной структуры, а она в свою очередь — офшорные юрисдикции, в которых их следует создавать.

Вводимые в России и других странах ограничения вряд ли смогут искоренить офшорный бизнес и уничтожить офшор как схему налогового планирования. Будут появляться новые офшорные зоны и новые схемы работы. Однако ужесточение ограничений к регистраторам офшорных фирм потребует более высокой квалификации специалистов, приведет к возрастанию риска и в конечном счете вызовет возрастание цен на подобного рода услуги.

ПРИЗНАКИ ОФШОРНОЙ КОМПАНИИ

Существует 5 основных признаков офшорной компании.

Первый и самый важный: такая фирма, как правило, является нерезидентной по отношению к территории регистрации. Это означает, что центр «контроля и управления» компании находится за рубежом, и любые ее коммерческие операции также должны проводиться за пределами юрисдикции, в которой она зарегистрирована.

Второй — офшорная компания обычно выплачивает ежегодный регистрационный сбор и, соответственно, не платит налоги на капитализацию, на вывоз дивидендов, процентов за кредит и платежей роялти. Впрочем, в некоторых офшорных зонах налоги могут взиматься, но в символических размерах.

Третий признак — упрощенная процедура регистрации и управления компанией. Допускаются номинальные владельцы и директора. Требования к проведению общих собраний и советов директоров носят формальный характер. Управление офшором чаще всего осуществляется с помощью услуг секретарской компании.

Четвертый — по отношению к офшорной фирме на территории регистрации обычно не применяется валютный контроль, требования по финансовой отчетности сведены к минимуму. Аудиторские проверки, за редкими исключениями, вообще не требуются.

И последний, пятый: владение офшорной компанией может осуществляться на анонимной основе с высокой гарантией конфиденциальности. «Тайное» владение офшорной фирмой гарантировано правовыми нормами и законодательством юрисдикции, в которой зарегистрирован бизнес.

Офшорные компании не являются какими-то нелегальными или запрещен-

ными инструментами. При правильной организации и управлении они могут являться весьма эффективными механизмами для снижения налоговых платежей и защиты активов на вполне законном основании.

В целом, офшорные компании — это обычные юридические лица с ограниченной ответственностью, которые используются и бизнесом, и физическими лицами во всем мире для легального перемещения прибыли из стран с высоким налогообложением в страны, имеющие низкое или нулевое налогообложение, с учетом преимуществ либерального налогового законодательства и договоров об избежании двойного налогообложения.

В 2008 г., по оценкам различных государственных статистических организаций, около 60% мировых денежных средств содержатся на офшорных счетах с использованием офшорных компаний. Примерно 50% мирового товарооборота проходит через фирмы, зарегистрированные в офшорных юрисдикциях.

КЛАССИФИКАЦИЯ ОФШОРНЫХ ТЕРРИТОРИЙ

В международной коммерческой деятельности для классификации офшорных территорий в качестве основного признака используются особенности режима налогообложения. Офшорные юрисдикции условно разделяются на 3 категории.

К классическим офшорам относят территории, предоставляющие возможность полного освобождения от уплаты налогов. К ним относятся Сейшельские острова, Гернси и Джерси, Барбадос, Гренада, Доминика, Сент-Люсия, Сент-Винсент и Гренадины, Невис, Ангилья, Бермудские острова, Британские Виргинские острова, Каймановы острова, Монтсеррат, Тёркс и Кайкос и др. В основном в эту группу входят небольшие островные государства. В таких офшорах обязательными являются только платежи при создании компании и текущие ежегодные выплаты (в пределах 500–1000 долл./год). Местное законодательство не предъявляет никаких требований к ведению бухгалтерии или налоговой отчетности зарегистрированных компаний. Обычно в этих странах не ведется реестр акционеров.

Британские Виргинские острова (БВО) являются самой крупной классической офшорной юрисдикцией. Офшорные компании БВО наиболее часто используют инвесторы развитых стран, в том числе США и Великобритании. Безусловно, это способствует лоббированию интересов офшора в международных организа-



циях. Отсутствие налогов (вместо них уплачивается ежегодный сбор в размере 350 долл.) и бухгалтерской отчетности для офшорных компаний привлекает сюда бизнесменов многих стран. В настоящее время на территории островов зарегистрированы более 700 тыс. офшорных фирм. Информация о владении такой компанией отличается высокой степенью конфиденциальности.

Ко второй группе офшоров — «низконалоговым гаваням» — относят юрисдикции, предоставляющие привлекательный режим налогообложения, связанный с относительно низкими ставками налога на прибыль (корпоративного налога) и прочими экономическими льготами. В эту группу входят Гибралтар, Люксембург, Сингапур, Ирландия, Кипр и др. Последний является ярким примером «гавани» и наиболее востребован на офшорном рынке: ставка корпоративного налога составляет там 10% для всех компаний. При этом Кипр продолжает признавать услуги номинального сервиса (номинальных акционеров и директоров) в регистрируемых компаниях для обеспечения конфиденциальности их собственникам. Как правило, фирмы, «бросившие якорь» в «гавани», должны вести бухгалтер, а по итогам отчетных периодов сдавать налоговую отчетность. В некоторых «гаванях» предусмотрено прохождение обязательного аудита для офшорных компаний.

Существует также третья категория офшоров — респектабельные престижные юрисдикции (они считаются офшорами лишь с оговорками). К ним относятся внутренние территории ряда западных стран (например, американский штат Делавэр, некоторые кантоны Швейцарии) или отдельные, как правило, европейские государства, в которых ставка корпоративного налога довольно высока (иногда выше, чем в России), но при этом существуют весьма привлекательные режимы налогообложения холдингов, вплоть до полного освобождения отдельных видов доходов компаний от налогообложения. К подобным юрисдикциям относятся, в частности, Нидерланды, Австрия, Лихтенштейн, Великобритания и др. При этом в большинстве респектабельных офшоров также обеспечивается конфиденциальность владельцев компаний. Так, в Австрии при регистрации компании в форме акционерного общества (AG) при наличии 2 и более акционеров реестр акционеров остается закрытым. В то же время подавляющее большинство престижных офшорных юрисдикций являются членами Европейского союза, на территории которого применяются общие директивы и иные нормативные акты (например, директивы,

обязывающие банки раскрывать информацию о своих клиентах). Однако такие государства, как Швейцария, Лихтенштейн, Австрия и Нидерланды, применяют данные нормы с оговорками, в результате чего местные офшорные компании имеют высокую степень защищенности информации, в том числе и в отношении раскрытия ее третьим лицам и государственным органам.

ОФШОР КАК ИНСТРУМЕНТ НАЛОГОВОЙ ОПТИМИЗАЦИИ

Сегодня в мире насчитывается более 60 стран, предлагающих в том или ином виде экономические льготы (вплоть до полного освобождения от любых налогов) зарегистрированным в них организациям, не ведущим никакой деятельности на их территории. Офшорные юрисдикции разнообразны по административным условиям работы компаний, требованиям к отчетности, налоговым ставкам и т. д. Традиционно основными критериями при выборе юрисдикции остаются, с одной стороны, дешевизна и простота регистрации и содержания офшорной «дочки», а с другой — имидж юрисдикции.

«Стоимость» офшора зависит от нескольких переменных. Во-первых, это плата за регистрацию компании. Например, создать офшор на Кипре стоит около 2500 долл., на Британских Виргинских островах — около 1000 долл. Во-вторых, это ежегодный взнос. Его сумма может составлять 100–800 долл. и выше, а в некоторых странах абонентская плата не взимается. В-третьих, это ставка налога на прибыль. В некоторых зонах могут взимать процент от уставного капитала офшора (но не более 5%).

Как правило, чем престижнее офшорная территория, тем дороже обходится содержание офшорной компании — выше плата «за вход» и обслуживание юридического лица.

Выбор юрисдикции зависит от потребностей компании на том или ином этапе развития, особенностей бизнес-процессов и характера совершаемых сделок.

Самая простая классическая схема использования офшоров для снижения налоговой нагрузки выглядит так: компания-производитель реализует товар офшорной фирме по заниженной цене, та, в свою очередь, продает его назад в Россию по реальной рыночной стоимости. Результат — значительная часть прибыли оседает на счете офшора и не подлежит налогообложению.

Но в настоящее время термин «офшор» приобретает другую окраску, так

как меняется содержание самого инструмента. В условиях все большей прозрачности ведения дел российский бизнес также становится более цивилизованным: ни одна солидная компания не пойдет в офшоры только лишь с целью так называемой налоговой оптимизации, столь популярной в нашей стране в конце прошлого века.

Офшор как организационно-управленческий инструмент изначально не может быть плохим или хорошим: все зависит от целей, которые преследуют собственники бизнеса. Добропорядочным бизнесменам офшорные технологии позволяют успешно развивать бизнес без ущерба для интересов государств и общества.

Технологию работы через офшоры необходимо проработать очень тщательно. При относительно недорогом создании офшорной фирмы ошибка (в выборе юрисдикции, схем взаимодействия с зарубежной «дочкой») может дорого обойтись бизнесу, несмотря на то, что слово «офшор» как таковое отсутствует в отечественном законодательстве. Рецепт один: выстраивать как можно более прозрачные офшорные схемы и использовать надежные юрисдикции, не фигурирующие в «черном списке» Минфина Российской Федерации.

В связи с общим негативным отношением к сотрудничеству с «зонами экономического благоприятствования» один из обоснованных вопросов налоговых органов и судов, который до недавних пор нередко являлся главным при вынесении решений не в пользу предпринимателей, звучал примерно так: с какой еще целью помимо минимизации налогов в России вам понадобилась офшорная компания? Предприниматели, использующие нерезидентные компании, при предъявлении соответствующих претензий должны быть готовы обосновать цель создания и применения офшорной фирмы.

В постсоветской России эра офшоров началась в 1991 г. Тогда открыть один офшор стоило около 3–5 тыс. долл. Сейчас объявления об услугах по созданию и обслуживанию офшорных компаний и о консалтинге в сфере международной деятельности во множестве «висят» в Интернете, а минимальные тарифы упали в среднем до 200–500 долл.

Минимальная стоимость готовых компаний составляет в среднем 1000–2500 долл. в зависимости от типа юрисдикции и вида юридического лица. В комплект обычно входят: базовая регистрация, юридический адрес, госпошлина за первый год, устав или учредительный договор, назначение первых директоров, печать и др.



Рынок оказания услуг в этой сфере сильно расширился и сегментировался: по видам юрисдикций, целям использования офшорных схем, отраслям и продуктовым линейкам.

СОВРЕМЕННАЯ ПРАКТИКА ОФШОРНОГО БИЗНЕСА

Использование офшорных компаний для развития бизнеса сегодня востребовано. Однако если раньше этот инструмент применялся в основном для оптимизации налогообложения, то сейчас офшорные схемы интересуют отечественных бизнесменов в первую очередь в целях сохранения активов (к примеру, от рейдерства) — как предприятия в целом, так и недвижимости.

Эта тема сегодня актуальна, поскольку столичные игроки активно выходят в регионы, их интересуют местные предприятия. А при использовании офшорных компаний истинные владельцы бизнеса «закрываются», становятся недоступными, и захватить предприятие становится сложнее. Кроме того, офшорные компании используются в целях приобретения пакетов акций (долей) в существующем бизнесе, для вложения во вновь организуемые предприятия, финансирования посредством предоставления займов строящихся объектов недвижимости, операций на фондовом рынке.

Прозрачность офшора определяется законодательством. Так, Россия ратифицировала соглашения об избежании

двойного налогообложения с Кипром и рядом других стран. В целом предвзятое отношение к офшорам в обществе постепенно меняется. В России часто проводятся семинары на тему использования офшорных компаний, и нередко в таких мероприятиях принимают участие начальники налоговых инспекций, которые сегодня понимают, что схемы применения офшорных компаний позволяют реинвестировать денежные средства на территории Российской Федерации, в результате чего платятся налоги.

Компаний, занимающихся оказанием услуг бизнесу в сфере международной деятельности, в России не так много. В первую очередь здесь работают фирмы-агенты, которые, как правило, не могут самостоятельно в полном объеме ответить на интересующие предпринимателя вопросы, так как данный вид деятельности не является для них основным. Чтобы найти опытного «сопровождающего» для работы в офшорном секторе, необходимо обращать внимание на характер основного вида деятельности компании, а также на номинальный сервис, который обычно предоставляется через иностранные юридические компании. Далеко не все представители этого сектора услуг для бизнеса могут позволить себе зарегистрировать свою компанию как агента по предоставлению номинального сервиса. В процессе работы клиент должен получить в свое распоряжение полный пакет оригиналов банковских и учредительных документов зарегистриро-

ванной фирмы и номинальный сервис — именно этот набор инструментов позволяет предпринимателю управлять офшорной компанией.

Обобщая изложенное, необходимо отметить, что офшор — понятие экономико-географическое. Во всем мире существуют или отдельные страны внутри государств или отдельные страны, имеющие особый экономический режим и предоставляющие нерезидентам — зарегистрированным компаниям, не ведущим на их территории хозяйственную деятельность, — различные льготы, в том числе налоговые. И во все времена бизнес использовал офшоры с разными целями, в основном в качестве стабильного прибежища для сохранения своего капитала, для финансово-экономического и налогового планирования в процессе внешнеэкономической деятельности, например для снижения затрат в процессе проведения закупочных, экспортных операций. Кроме того, многие игроки уходят под юрисдикцию других стран, создавая офшорные компании, когда имеются политические риски и отсутствует экономическая стабильность на территории ведения бизнеса или же высоки налоговые ставки в собственном государстве. Нет ничего страшного и криминального в использовании офшоров, если компания, действующая в рамках закона, использует возможности, предоставленные другой юрисдикцией, для повышения своей эффективности. Для России это нормальная практика. ■

НОВОСТИ НДС

ЗАО РП ММВБ приступает к выполнению функций регионального представителя НДС в Самаре

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) и НЕБАНКОВСКАЯ КРЕДИТНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ ЗАКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО «РАСЧЕТНАЯ ПАЛАТА МОСКОВСКОЙ МЕЖБАНКОВСКОЙ ВАЛЮТНОЙ БИРЖИ» (ЗАО РП ММВБ) сообщают, что с 1 июля 2009 г. ЗАО РП ММВБ начала выполнять функции регионального представителя НДС в Самаре. К обслуживанию депонентов НДС приступает Самарский филиал ЗАО РП ММВБ, расположенный по адресу: 443110, г. Самара, ул. Мичурина, д. 78.

Сергей Сухинин, Директор ЗАО РП ММВБ, отметил:

«Мы считаем данный проект особенно важным в связи с тем, что начало работы Самарского филиала ЗАО РП ММВБ в качестве представителя НДС ведет к расширению функционала ЗАО РП ММВБ, а высокая квалификация персонала нашей организации позволит обеспечить самый высокий уровень комплексного обслуживания наших общих клиентов».

Николай Егоров, Директор НДС, прокомментировал:

«Наличие сети филиалов и представителей в крупнейших рос-

сийских деловых центрах — Санкт-Петербурге, Екатеринбурге, Нижнем Новгороде, Ростове-на-Дону, Самаре, Новосибирске и Владивостоке — позволяет НДС предоставлять услуги профессиональным участникам рынка ценных бумаг и инвесторам из всех регионов России. Мы считаем, что с передачей функций регионального представителя НДС в ЗАО РП ММВБ в Самаре наши клиенты в перспективе получат более широкий спектр сервисов и услуг, а значит, мы все от этого только выиграем».

Передача функции регионального представителя НДС в РП ММВБ связана с прекращением деятельности ОАО «Самарская валютная межбанковская биржа» (ОАО «СВМБ»). С переводом функций регионального представителя НДС в ЗАО РП ММВБ условия депозитарного обслуживания депонентов, ранее обслуживающихся через ОАО «СВМБ», не меняются. Более подробную информацию относительно обслуживания депонентов НДС в Самаре можно получить по тел.: +7 (846) 336-9008 (Самарский филиал ЗАО РП ММВБ) или в Клиентском отделе НДС по тел.: +7 (495) 956-2789.



Александр Сеницын

Менеджер, Департамент консультирования по налогообложению и праву *Deloitte & Touche CIS*

ВОЗМОЖНЫЕ ПОДХОДЫ К РАБОТЕ С ПРОБЛЕМНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ

Во время кризиса стоимость заемных средств резко возросла по всему миру, многие прежние источники фондирования оказались недоступными для заемщиков, которые несут потери в операционной деятельности. В таких условиях финансовые институты испытывают повышенный риск роста просроченной задолженности. Возникает необходимость управления портфелем неспецифических для финансовой организации активов. В статье приведены возможные механизмы реализации такого управления.

Для российского финансового сектора в последнее время характерны некоторые тенденции, позволяющие судить о глубине затронувших его кризисных явлений. В конце 2008 г. значительно снизились темпы роста кредитования, а начиная с февраля 2009 г. появилась тенденция к его спаду. При этом снижение объемов привлеченных кредитных ресурсов со стороны заемщиков реального сектора экономики выглядит более значительным по причине фактического закрытия международных финансовых рынков для российских компаний с IV кв. 2008 г. В этих условиях внутренний российский рынок кредитования — единственный источник средств для российских заемщиков. Следствием этого стало усиление конкуренции за кредитные ресурсы российских банков, что привело

к резкому ухудшению условий кредитования и снижению общей доступности заемных средств.

Кроме того, с сентября 2008 г. наблюдается тенденция к значительному ускорению темпов роста проблемной задолженности и соответствующему увеличению объемов банковского резервирования. Так, с июля 2008 г. по апрель 2009 г. доля просроченной задолженности по всем банкам выросла в среднем с 1,5 до 3,6%, а у ряда банков достигла 5–7%. Рост просроченной задолженности приводит к существенному увеличению резервов, что снижает достаточность капитала и ограничивает возможности банков по выдаче новых кредитов. В целом, сложившаяся ситуация приводит к ряду негативных последствий для кредитных организаций:

- увеличению объемов банковского резервирования;
- негативному влиянию на капитал кредитора;
- ухудшению показателей банковских нормативов (Н1, Н4, Н6, Н9.1, Н10.1);
- необходимости прохождения длительных судебных процедур взыскания залога;
- высокой вероятности реальных убытков в результате реализации залога.

Закрытие международных финансовых рынков для российских эмитентов, а также низкий уровень доверия российского населения к банковской системе и национальной валюте во время кризиса не способствуют укреплению депозитной базы банков. Основным источником



ликвидности для банков с конца 2008 г. стали средства, предоставляемые из государственных источников.

Спад в мировой экономике привел к тому, что падение объемов кредитования стало явлением международного масштаба. Банки США после временного роста объемов кредитования в начале IV кв. 2008 г. сократили темпы выдачи кредитов к I кв. 2009 г. почти на 3% по сравнению с 2008 г. Аналогичная ситуация наблюдается в Европе: спрос со стороны заемщиков существенно сократился, объемы кредитования негосударственного сектора снизились в 2009 г.

Говоря о международном опыте, стоит отметить, что в большинстве случаев подход к работе с проблемной задолженностью включает в себя выкуп плохих долгов у банков, а затем пополнение собственного капитала банков за счет государственных средств. При этом наиболее важным аспектом реструктуризации проблемной задолженности является то, насколько последовательно можно реализовать основные принципы: признание плохих долгов и очищение балансов в совокупности с дальнейшей рекапитализацией банков. По данным МВФ, выкуп проблемных кредитов банков является одним из наиболее распространенных подходов. Различные структуры выкупа «токсичных» активов были реализованы в США, Китае, Франции, Швеции, Южной Корее и других странах. Деятельность зарубежных агентств финансировалась, как правило, за счет средств бюджета, путем выпуска государственных облигаций или предоставления центральным банком кредитов. Деньги шли на выкуп просроченных долгов и работу с проблемными должниками.

В России принципиальными целями возможных подходов к реструктуризации будут снижение объемов банковского резервирования, а также сокращение реальных убытков в долгосрочной перспективе за счет обеспечения и сокращения расходов, связанных с реализацией залога. Следует также отметить, что увеличение объемов проблемной задолженности, взыскиваемой за счет имущества должника, будет оказывать негативное влияние на состояние баланса кредитора, который в конечном счете столкнется с проблемой эффективного управления таким имуществом и дополнительными налоговыми обязательствами и рисками. Одним из способов организации эффективного управления проблемной задолженностью является обособление и кон-

солидация «токсичных» активов в рамках отдельных структур в России или зарубежных юрисдикциях.

Одним из инструментов, которые могут быть использованы в России в качестве «центров консолидации» портфелей проблемной задолженности, могут стать закрытые паевые инвестиционные фонды, в частности кредитные (или ипотечные) фонды, а также фонды недвижимости — для работы с соответствующим обеспечением. Стоит отметить, что кредитные фонды как один из элементов номенклатуры активов российских ПИФов были введены чуть более года назад¹ и в последнее время привлекают все большее внимание банков и управляющих компаний, работающих на российском рынке.

Кредитные фонды могут быть использованы в банковской деятельности, выполняя функции по приобретению прав требования по кредитным договорам, выдаче займов и управлению портфелем проблемной задолженности. В состав активов кредитного фонда могут входить:

- денежные средства, включая иностранную валюту, на счетах и во вкладах в кредитных организациях;
- долговые инструменты в соответствии с российским законодательством;
- денежные требования по кредитным договорам или договорам займа, исполнение обязательств по которым обеспечено залогом (за исключением последующего залога), поручительством или банковской гарантией;
- имущество (в том числе имущественные права), являвшееся предметом залога и приобретенное (оставленное за собой) при обращении на него взыскания в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обеспеченного залогом обязательства;
- финансовые инструменты, базовым активом которых являются величины процентных ставок;
- финансовые инструменты, базовым активом которых являются финансовые инструменты, базовым активом которых являются величины процентных ставок.

Пул активов кредитного фонда должен быть на 65% сформирован за счет кредитных требований, и данное требование должно выполняться не менее 2/3 рабочих дней в году по истечении 1 года после формирования фонда. В состав активов при этом также может быть включено имущество, приобретен-

ное в результате взыскания залога (за исключением долговых инструментов) в размере не более 20% от общей стоимости активов фонда. Кредитный фонд может также осуществлять деятельность по выдаче займов, при этом такие кредиты должны быть обеспечены залогом, поручительством или банковской гарантией. Для кредитных фондов отсутствуют специальные требования по резервированию, но вместе с тем их активы подлежат оценке.

Реализация структуры с использованием кредитного фонда может позволить банку в дальнейшем использовать более гибкий подход при управлении резервами в результате обмена портфеля проблемной задолженности на ценные бумаги (паи фонда) и перевода задолженности в категорию прочих активов для целей резервирования. Возможность дальнейшего листинга паев кредитных фондов также может оказать влияние на оценку портфеля. Однако обмен кредитного портфеля на пай фонда напрямую возможен только в отношении кредитов, обеспеченных ипотекой. Тем не менее с практической стороны данное ограничение может быть устранено за счет включения в структуру третьего лица или осуществления уступки прав требования.

Условия кредитных договоров, находящихся в портфеле фонда, могут быть пересмотрены по соглашению с заемщиками: могут быть изменены сроки погашения, процентная ставка, дополнено или заменено обеспечение. Таким образом, сохраняется возможность реструктуризации кредитов на индивидуальной основе.

Использование механизма паевых инвестиционных фондов позволяет воспользоваться определенными налоговыми преимуществами. Наиболее важным из них является отсутствие налогообложения доходов от текущей деятельности на уровне фонда. Налогообложению будут подлежать суммы выплат пайщикам в момент их распределения. Суммы доходов, аккумулированные кредитным фондом, могут быть реинвестированы в новые проекты без непосредственного налогового эффекта. Отсутствие законодательно установленной обязанности паевых инвестиционных фондов по уплате налога на имущество также несет большие выгоды при значительных объемах основных средств, полученных в исполнение заемщиками своих обязательств.

Развитие указанной структуры может предполагать использование фондов не-

¹ Приказ ФСФР № 08-19/пз-н от 20 мая 2008 г.



движимости для работы с обеспечением, если его объемы превышают установленные для кредитных фондов лимиты. Задача управления средствами и их распределение в инвестиционные проекты может быть заложена в инвестиционной декларации фонда фондов (зонтичного фонда).

Для работы с портфелями задолженности, номинированной в иностранной валюте, и привлечения международных инвесторов могут быть использованы структуры зарубежных фондов или компаний. Определенные преимущества с точки зрения налогообложения предоставляет возможность использования специализированных секьюритизационных режимов в некоторых юрисдикциях, в частности в Люксембурге и Ирландии. Использование таких режимов позволяет достичь нулевого уровня налогообложения на уровне компании, консолидирующей портфель на своем балансе и выпускающей обеспеченные им инструменты. Следует отметить, что режим секьюритизационной компании может налагать определенные ограничения на деятельность структуры, однако может иметь и преимущества с точки зрения привлечения инвесторов на зарубежном рынке при благоприятном изменении конъюнктуры рынка.

Для эффективной работы с некоторыми видами обеспечения (например, с недвижимостью) может потребоваться учреждение российских сегментов структур. Важным вопросом в таких случаях яв-

ляется налогообложение доходов у источника в России в виде выплат от должников. Очевидно, что это ограничивает потенциальный круг стран, которые могут быть задействованы в подобных структурах, участниками двусторонних соглашений с Россией об избежании двойного налогообложения.

При использовании международных структур для работы с задолженностью остаются нерешенными некоторые вопросы, например риск налогообложения дохода по проблемному портфелю в России, или иначе риск постоянного представительства эмитента в России. При использовании подобных структур для массовой секьюритизации «хороших» портфелей в условиях стабильного рынка вовлечение эмитента в процесс управления задолженностью было минимальным: процент нестандартных ситуаций, требующих принятия юридических действий эмитентом, был незначительным и мог быть решен за счет замены обеспечения или привлечения коллекторского агентства. В текущей ситуации справедливо полагать, что портфель проблемной задолженности российских заемщиков будет требовать «ручного управления», что может быть неосуществимо на уровне эмитента, учрежденно за рубежом.

Важно отметить, что рассмотренные принципиальные подходы к реструктуризации проблемной задолженности направлены на текущее управление операционной деятельностью кредитора и

получение преимуществ с точки зрения финансовых показателей и налогообложения. Дальнейшее взыскание задолженности с заемщика остается задачей кредитора. При этом очевидно, что использование индивидуальных и управляемых соглашений возможно только в отношении крупных заемщиков или консолидированных и однородных портфелей. В качестве одного из инструментов рефинансирования проблемной задолженности участники рынка все чаще рассматривают механизм *sale-lease back*, позволяющий должнику передать право собственности на объекты недвижимости с правом дальнейшей аренды объекта в счет погашения задолженности по кредиту. В дальнейшем объект может быть выкуплен обратно должником. Такие схемы рефинансирования проблемной задолженности могут быть интересны, в частности, крупным торговым сетям и реализованы при использовании кредитных и рентных фондов, а также фондов недвижимости.

В рамках каждой деловой ситуации необходима выработка специальных решений, при этом элементы структур должны отвечать требованиям каждой из участвующих сторон и могут существенно различаться в каждой сделке. Практика показывает, что эффективное управление проблемной задолженностью возможно даже в непростых экономических условиях и при правильной организации и планировании способно принести ощутимые выгоды и должнику, и кредитору. ■

НОВОСТИ НДС

НДС подтвердил свою лидирующую позицию среди депозитариев России

Согласно рейтингу «ТОП 30 крупнейших депозитариев по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов» по итогам 2008 г. НДС в очередной раз подтвердил свою лидирующую позицию по всем видам эмиссионных ценных бумаг среди российских расчетных депозитариев. Доля НДС в совокупной стоимости активов, обслуживаемых российскими расчетными депозитариями, рассчитанной в соответствии с методикой ФСФР России по состоянию на конец 2008 г., составила 85% (4,14 трлн руб.). При этом НДС стал лидером и по стоимости принятых на обслуживание акций за 2008 г., так как его доля выросла с 32 до 51% (778 млрд руб.).

Рейтинг «ТОП 30 крупнейших депозитариев» подготовлен экспертами Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) на основании данных саморегулируемой организации — Профессиональной Ассоциации Регистраторов, Трансфер-Агентов и Депозитариев (ПАРТАД) — за прошедший 2008 г. и представляет собой список крупнейших депозитариев страны (включая расчетные, настоятельные, специализированные) по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов по состоянию на 31 декабря 2008 г., рассчитанной в соответствии с методикой ФСФР России, когда все инструменты — акции, облигации и инвестиционные паи — учитываются по их рыночной стоимости.



Андрей Домбровский
Директор ООО «АФМ Страховые консультанты и брокеры»

РЫНОК СТРАХОВАНИЯ D&O: СЕМЬ САМЫХ РАСПРОСТРАНЕННЫХ ЗАБЛУЖДЕНИЙ

В условиях экономического кризиса и обострения взаимоотношений между акционерами и менеджментом акционерных компаний важность защиты экономических интересов и тех и других, а следовательно, использования инструментов страхования ответственности директоров и руководителей (D&O Insurance) значительно возросла. Вместе с тем стоимость данного покрытия и недопонимание его возможностей часто являются причинами, тормозящими принятие решения о приобретении такого полиса или не позволяющими воспользоваться всеми его преимуществами. Рассмотрим 7 основных заблуждений, свойственных страхованию D&O.

ЗАБЛУЖДЕНИЕ ПЕРВОЕ: ПО СТРАХОВАНИЮ D&O НЕТ ВЫПЛАТ

Одно время этот миф имел право на существование. Первые полисы в России были выпущены более 10 лет назад. Все это время практически отсутствовала информация о выплатах. Тем не менее специалисты знают, что за рубежом рост выплат резко возрос. Страховщики фиксируют убытки не только в американских юрисдикциях, с которых началось страхование D&O, но и в европейских странах и в других государствах.

Законодательство, защищающее права акционеров и повышающее ответственность управленцев, активно развивается во всем мире. Этому способствуют и громкие скандалы в данной сфере, и стремительная интеграция новых рынков в мировую экономику. Нововведения сразу закрепляются судебной практикой.

Экономический кризис провоцирует обострение ситуации. Россия не может рассматриваться как «остров благополучия» в связи с возрастающей вовлеченностью российских предприятий в международное сотрудничество, а также развитием в нашей стране института ответственности руководителей.

Как известно, российское законодательство содержит целый ряд норм, позволяющих заявлять требования по возмещению вреда, причиненного действиями руководителей и членов органов управления организации. Известны громкие иски иностранных акционеров в зарубежных судах к руководству известной российской нефтяной компании и двум российским операторам связи. Однако и в российской судебной практике все больше встречаются иски акционеров и иски, связанные с нарушением трудового законодательства. В частности, суммы удовлетворенных исков к руководителям банковских учреждений, приведенные на сайте Банка России, измеряются сотнями миллионов рублей.

Кроме того, следует принимать во внимание политическую волю со стороны государственного аппарата, направленную на повышение персональной ответственности руководителей и защиту прав инвесторов. Уже заметна активизация нормотворческой работы по уточнению и расширению существующих норм, предусматривающих ответственность директоров и руководителей. Можно с уверенностью сказать, что иски к руководителям российских предприятий — точно не миф, а отсутствие информации о выплатах по

страхованию D&O объясняется скорее ее конфиденциальным характером и недостаточным охватом директоров страхованием D&O. В ближайшее время сообщения о судебном преследовании директоров, скорее всего, будут появляться все чаще и чаще. Хочется надеяться, что выполнение требований будет обеспечиваться выплатами страховщиков, а не арестом «всего нажитого непосильным трудом».

ЗАБЛУЖДЕНИЕ ВТОРОЕ: ВСЕ ПОЛИСЫ D&O ОДИНАКОВЫЕ

На самом деле одинаковых полисов D&O не бывает. Одно из главных достоинств страхования D&O — абсолютная адекватность задачам. Часто компании, приобретающие покрытие, ставят задачу обеспечить полную защиту своих директоров от всех финансовых претензий и ответственности. Иногда такие требования связаны с персональными пожеланиями привлекаемых к управлению лиц, например, из числа независимых директоров.

Очень распространено страхование в связи с деятельностью на рынках, которые подвержены риску, превышающему допустимый уровень. Возможно, что стра-





хование требуется в первую очередь в качестве инструмента, обеспечивающего юридическую поддержку и покрытие расходов на юридическую помощь. Возможно, покрытие нужно для региональных структур или представителей в органах управления других организаций. А бывает, что такое страхование носит «статусный» характер, как бы подтверждая заботу солидной компании о своих топ-менеджерах и их имущественных интересах. В любом случае приоритеты цены, объема покрытия, организационно-правовая форма, география и специфика деятельности компании, персональный состав органов управления, потребность в специальных расширениях или, наоборот, сужении покрытия под конкретные условия находят отражение в полисе и делают полис страхования *D&O* индивидуальным, подходящим именно для данного случая и поставленных задач.

ЗАБЛУЖДЕНИЕ ТРЕТЬЕ: РЫНОК СТРАХОВАНИЯ *D&O* ОЧЕНЬ ОГРАНИЧЕН, И ПОЛУЧИТЬ КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ НЕВОЗМОЖНО

Это заблуждение можно объяснить невысокой активностью страховщиков в развитии рынка страхования *D&O* в России. Если посмотреть на ситуацию 5-летней давности, когда спрос на страхование *D&O* измерялся несколькими договорами в год, ни страховые компании, ни страховые брокеры не проявляли к нему большого интереса. Да и в профессиональном аспекте чувствовалась нехватка знаний и опыта. Поэтому предложения одного страхового брокера и пары страховщиков, первыми вышедшими на российский рынок, вполне удовлетворяли только народившийся спрос. Разумеется, брокеру и поддержавшим его страховым компаниям проще было «снимать сливки» в условиях псевдомонополии. Отсюда и возникло ощущение ограниченности рынка, упорно поддерживаемое этими пионерами до сих пор.

За эти годы в России начали работу несколько очень крупных иностранных страховщиков, ранее осторожно относящихся к рискам из России. Известно, что в ближайшее время начнут действовать еще несколько. Даже не имеющие намерения присутствовать на территории России компании проявляют повышенный интерес к российскому объему страхования *D&O*, в том числе с весьма удаленных страховых рынков.

Другим аспектом, стимулирующим конкуренцию, является тот факт, что крупные риски, застрахованные в компаниях,

которые первыми вышли на российский рынок, все равно размещались в перестраховании. Перестраховщики этих рисков получили представление о законодательстве, судебной практике и других особенностях российского рынка *D&O*. Теперь они не прочь участвовать в больших объемах и даже выступать в качестве лидеров по интересующим их договорам. Благодаря этому емкость, которую могут получить российские клиенты по страхованию *D&O*, возросла в десятки раз. Есть примеры, когда объемы вновь получаемых котировок по российским предприятиям отличались на сотни тысяч долларов от размера премий, которые платились в прошлые годы, что ярко свидетельствует о серьезной конкурентной борьбе новых игроков с «историческими» лидерами страхования *D&O* в России. Кроме того, такая разница в стоимости страхования говорит о существенном завышении премий по прежним договорам страхования *D&O*.

ЗАБЛУЖДЕНИЕ ЧЕТВЕРТОЕ: ТЕКСТЫ ПОЛИСОВ *D&O* НЕ ОБСУЖДАЮТСЯ

Почти все положения полиса *D&O* обсуждаются и могут быть изменены для максимального удовлетворения интересов клиента. Лишь немногие принципиальные позиции, свойственные этому виду страхования, не могут быть изменены, что связано с необходимостью размещения договоров страхования *D&O* в перестраховании за рубежом.

Консультации и обсуждение со страховым брокером или страховой компанией приоритетов и задач страхования *D&O* в начале процесса заключения договора позволят понять возможности страхования и расширить страховое покрытие в соответствии с потребностями.

ЗАБЛУЖДЕНИЕ ПЯТОЕ: ЛУЧШЕЕ СТРАХОВАНИЕ ПРЕДЛАГАЮТ КРУПНЕЙШИЕ СТРАХОВЫЕ КОМПАНИИ

Крупнейшие универсальные страховые компании, как правило, предлагают проверенные тексты с хорошим объемом покрытия. Тем не менее достаточно много страховых компаний, не столь известных в России, специализируются на страховании *D&O* и успешно конкурируют с «гигантами». Дело в том, что компенсировать недостаток известности и отсутствие развитой региональной сети им приходится за счет более гибких условий страхования и более внимательного отношения к клиентам. Не всегда, конечно, но часто

менее крупная страховая компания будет охотнее сотрудничать, уделит больше времени и внимания клиенту, лучше вникнет и изучит риск, соответственно, сможет предложить более интересные условия страхования. Разумеется, должны приниматься во внимание опыт, финансовое положение, репутация, возможности урегулирования страховых случаев. Важным фактором также является личность руководителя направления страхования *D&O*. То есть «большой» не значит лучший.

ЗАБЛУЖДЕНИЕ ШЕСТОЕ: СТРАХОВОЙ БРОКЕР — ЛИШНЕЕ ЗВЕНО В ОТНОШЕНИЯХ СО СТРАХОВОЙ КОМПАНИЕЙ

Безусловно, это может быть правдой в случае некомпетентности специалистов, представляющих брокера. Их работа на фоне деятельности сотрудников страховой компании теряет смысл и ограничивается передачей информации и документов.

Тем не менее роль страхового брокера в страховании *D&O* носит крайне важный характер. Как любое сложное страховое покрытие в условиях специфического страхового рынка (именно таким является рынок страхования *D&O* в сравнении с рынком *OCAFO*), страхования *D&O* требует абсолютной адекватности позиций страховщика и страхователя в профессиональном аспекте. В отличие от страховой компании, ни одно предприятие не может себе позволить содержать собственного специалиста по страхованию *D&O*. Работа через профессионального страхового брокера разрешает выравнять положение при переговорах о страховании или даже получить преимущество. Привлекая страхового брокера, клиент получает значительно больше шансов приобрести полис, соответствующий его интересам, на самых выгодных условиях. Помимо этого, страхование на крупные суммы потребует размещения риска в перестраховании, что также лучше обеспечивает страховой брокер. На этом этапе иногда получается разместить риск на более выгодных условиях и, соответственно, уменьшить общую сумму платы за страхование. Когда страховая компания самостоятельно размещает риск в перестраховании, сэкономленные таким образом деньги часто остаются в ее распоряжении. Кроме того, конкурируя между собой, страховщикам иногда сложнее договориться о приемлемых условиях, нежели независимому страховому брокеру, что также может позволить сэкономить средства.



ЗАБЛУЖДЕНИЕ СЕДЬМОЕ: D&O ВОЗМОЖНО ЗАСТРАХОВАТЬ ТОЛЬКО ЧЕРЕЗ КРУПНОГО ИНОСТРАННОГО БРОКЕРА

Существует две позиции: «компании работают с компаниями» и «люди работают с людьми». Следуя первой, крупный бизнес часто выбирает компанию-партнера по ее размеру. Разумеется, российская «дочка» международной брокерской компании-«гиганта» выглядит более значимым партнером для крупного предприятия с миллионными рисками. Кроме того, из-за своей специфики и неразвитости российского страхового рынка страхование D&O требует использования международных емкостей. Соответственно, головной офис страхового брокера в Лондоне или Нью-Йорке может показаться необходимым при размещении крупного риска в перестрахование. Но это не единственный путь.

Другая позиция — выбор именно специалиста, а не компании в качестве страхового брокера при страховании D&O весьма оправданна. В отличие от страховой компании, уровень брэнда и финансовое положение при выборе страхового брокера уступают по значимости профес-

сионализму и опыту специалистов. Именно эти свойства должны приниматься во внимание в первую очередь.

В поддержку российских страховых брокеров, специализирующихся на страховании D&O, хотелось бы сказать: ошибочно считать, что в дочерних компаниях крупных иностранных брокеров в России работают самые лучшие специалисты по страхованию D&O. То же самое можно сказать о лондонских и нью-йоркских офисах этих компаний.

Общеизвестно, что «гиганты» любого рынка всегда были школой, где готовят лучших специалистов. Большинство известных мне профи начинали свою карьеру в крупнейших страховых и брокерских компаниях. Но самые лучшие условия для самореализации им предоставляют менее крупные и специализированные компании, которые и оплачивают их труд. Именно туда они в результате со временем переходят, а иногда и создают свои компании. Именно в таких компаниях их работа наиболее эффективна.

Возможность выбирать и сотрудничать с самыми лучшими специалистами в области страхования D&O на любом интересующем рынке, а не только с материнской структурой — вот что может предложить российский страховой брокер своим кли-

ентам. Экономическая сторона такого сотрудничества совсем не ухудшает положения клиентов, поскольку разделение функций российского страхового брокера, заключающего договор страхования, и иностранного специализированного брокера, размещающего риск на своем страховом рынке, приводит к разделу комиссии, а не ее увеличению. То же самое происходит у «дочки» иностранного страхового брокера, где функции заключения договора и размещения его в перестрахование также разделены между офисами, имеющими раздельный бюджет. Часто размер брокерской комиссии несправедливо повышается «за брэнд», и в итоге два начинающих специализированных брокера будут экономичнее двух офисов крупной международной структуры и смогут обеспечить лучшие условия страхования.

Конечно, позиция выбора партнера не по размеру, а по профессиональным качествам не исключает возможности сотрудничества с крупными международными брокерами, где работают действительно опытные специалисты по страхованию D&O, а отношение к клиенту не носит «конвейерный» характер. Такая комбинация свойств страхового брокера является хоть и редкой, но, конечно, самой выигрышной. ■

НОВОСТИ НДЦ

Ценные бумаги ОАО «АВТОВАЗ» и ОАО «Холдинг МРСК» включаются в обращение по схеме междепозитарного взаимодействия НДЦ — *ING Wholesale Banking*

С 22 июля 2009 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) и «ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО» (*ING Wholesale Banking*) включают в перечень эмитентов, операции с акциями которых проводятся по схеме ускоренных расчетов (*Speedy Settlement Scheme, SSS*), открытое акционерное общество «АВТОВАЗ» и Открытое акционерное общество «Холдинг межрегиональных распределительных сетевых компаний».

Таким образом, общее число эмитентов, акции которых включены в схему SSS, составляет 39.

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

НДЦ приступил к ежемесячному раскрытию расчета размера собственных средств

С 1 июля 2009 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) приступило к ежемесячному раскрытию расчета размера собственных средств, осуществленного на последний календарный день каждого месяца, в соответствии с требованиями Приказа ФСФР России от 23 октября 2008 г. №08-40/пз-н «О внесении изменений в нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих ком-

паний инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, утвержденные Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 24 апреля 2007 г. № 07=50/пз-н» (зарегистрирован в Минюсте России 30 января 2009 г., регистрационный № 13227).

Более подробную информацию по расчету размера собственных средств можно найти на сайте НДЦ в разделе «О НДЦ/Раскрытие информации»: www.ndc.ru.



СДЕЛКИ НА РЫНКЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ ЗА ПЕРВЫЕ 6 МЕСЯЦЕВ 2009 ГОДА

Предлагаем вашему вниманию сводные статистические данные за первое полугодие 2009 г. по корпоративным и региональным (субфедеральным и муниципальным) документарным облигациям с обязательным централизованным хранением в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) глобальных сертификатов выпусков. В статье приведены и анализируются объемы выпусков в рублях с учетом амортизации по состоянию на 30 июня 2009 г.

Всего на 1 июля 2009 г. в НДЦ как уполномоченном депозитари находится на обслуживании 756 выпусков корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 30 июня 2009 г.) 494 эмитентов общей номинальной стоимостью 2 526,78 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещаться после 30 июня 2009 г.):

- 113 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 44 эмитентов общей номинальной стоимостью 551,04 млрд руб.;
- 643 выпуска корпоративных облигаций 450 эмитентов общей номинальной стоимостью 1 975,74 млрд руб. (см. рисунок).

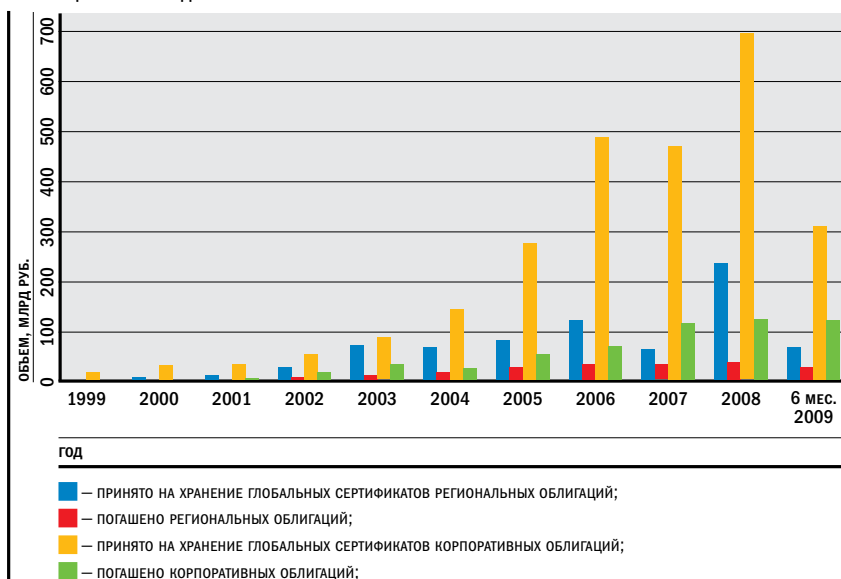
КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 643 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 1 975,74 млрд руб. с датой погашения после 30 июня 2009 г. (табл. 1) показывает, что по состоянию на 1 июля 2009 г. на рынке корпоративных облигаций преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 3 до 5 лет — на них приходится 49% по количеству выпусков и 50,1% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска равен 3,1 млрд руб., а средний срок обращения составляет 1 637 дней (примерно 4,5 года).

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 113 выпусков региональных облигаций общим объемом 551,04 млрд руб. с датой погашения после 30 июня 2009 г. показывает, что по состоянию на 1 июля 2009 г. среди обращающихся региональных облигаций преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3

Годовые объемы размещаемых и погашенных выпусков корпоративных и региональных облигаций за период с 1999 г. по 30 июня 2009 г.



до 5 лет — на них приходится 50% по количеству выпусков и 36% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По этой группе облигаций средний объем выпуска составляет 3,5 млрд руб., а средний срок обращения — 1 528 дней (примерно 4,2 года).

По объему выпуска преобладают региональные облигации со сроком обращения более 5 лет: на эту группу региональных облигаций приходится 50% по данному показателю (средний объем выпуска — 8,77 млрд руб. по номиналу) и 28% по количеству выпусков, а средний срок обращения составляет 2 573 дня (примерно 7,1 года).

ИНФОРМАЦИЯ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2009 Г.

За первое полугодие 2009 г. объемы биржевого (данные ФБ ММВБ) и внебиржевого (данные НДЦ) оборотов кор-

поративных и региональных облигаций (негосударственных ценных бумаг (НГЦБ)) составили: 3 533,9 млрд и 321,37 млрд руб. соответственно (табл. 3). Для сравнения: оборот государственных ценных бумаг (ГЦБ) Российской Федерации за первое полугодие 2009 г. составил 55,32 млрд руб. (табл. 4).

Общий оборот биржевого и внебиржевого рынков за I кв. 2009 г. (всего по ГЦБ и НГЦБ) — 3 910,6 млрд руб. (табл. 5). Доля оборота с ГЦБ составила 1%, с региональными облигациями — 27%, с корпоративными облигациями — 72%.

Лидеры по итогам первого полугодия 2009 г. по биржевому (ФБ ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) оборотам корпоративных и региональных облигаций приведены в табл. 6, а по количеству операций — в табл. 7. В табл. 8 представлены сводные данные по итогам первого полугодия 2009 г. по количеству сделок на биржевом (ФБ ММВБ) и внебиржевом (НДЦ) рынках корпоративных и региональных облигаций. ■

НДЦ

раскрывает
свои архивы



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.



Таблица 1. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 30 ИЮНЯ 2009 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	объем выпуска, млн руб.	срок обращения, дней
До 1 года	10 (2)	21 500 (1,1)	2 150	364
От 1 до 2 лет	4 (1)	8 650 (0,4)	2 163	637
От 2 до 3 лет	218 (34)	364 805 (18,5)	1 673	1 089
От 3 до 5 лет	319 (49)	990 261 (50,1)	3 104	1 637
Более 5 лет	92 (14)	590 526 (29,9)	6 419	3 866
Итого	643 (100)	1 975 742 (100)	3 073	1 744

Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 30 ИЮНЯ 2009 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков региональных облигаций		Средние значения на один выпуск региональных облигаций	
	количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	объем выпуска, млн руб.	срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	5 (4)	27 050 (5)	5 410	583
От 2 до 3 лет	20 (18)	47 752 (9)	2 387	1 065
От 3 до 5 лет	56 (50)	195 763 (36)	3 496	1 528
Более 5 лет	32 (28)	280 471 (50)	8 765	2 573
Итого	113 (100)	551 036 (100)	4 876	1 700

Таблица 3. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ НГЦБ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2009 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	1 007,51	34,06	1 041,57
Корпоративные облигации	2 526,40	287,32	2 813,71
Итого	3 533,90	321,37	3 855,28

Таблица 4. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ ГЦБ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2009 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГКО	—	—	—
ОФЗ	55,32	—	55,32
Итого	55,32	—	55,32

Таблица 5. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРАХ ГЦБ И НГЦБ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2009 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ – НГЦБ; ММВБ – ГЦБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГЦБ	55,32	—	55,32
НГЦБ	3 533,90	321,37	3 855,28
Итого	3 589,22	321,37	3 910,60

Таблица 6. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОБЪЕМУ ОБОРОТОВ (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2009 Г.

Облигации	Оборот, млрд руб.	Доля, %
Корпоративные облигации		
СИБУР Холдинг об02	180,44	6
СИБУР Холдинг об03	156,45	6
АИЖК об09	92,78	3
СИБУР Холдинг об05	69,14	2
НОМОС-Лизинг об01	59,52	2
Прочие	2 255,38	81
Региональные облигации		
Москва об45	210,81	20
Москва об54	109,94	11
Москва об58	107,99	10
Московская обл. оба08	75,27	7
Москва об50	75,24	7
Прочие	462,32	45

Таблица 7. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО КОЛИЧЕСТВУ СДЕЛОК (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2009 Г.

Облигации	Оборот, сделок	Доля, %
Корпоративные облигации		
Газпром об04	6 030	3
ГАЗ-финанс об01	5 621	2
Аптчная сеть 36,6 об01	4 055	2
Белон-Финанс об01	3 495	2
ГТ-ТЭЦ Энерго об04	3 438	2
Прочие	198 073	89
Региональные облигации		
Москва об45	4 179	11
Москва об59	3 588	9
Москва об54	2 952	8
Москва об58	2 787	7
Московская обл. оба08	2 324	6
Прочие	22 214	59

Таблица 8. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2009 Г., ШТ.

Сектор/актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	36 980	1 064	38 044
Корпоративные облигации	215 565	5 147	220 712
Итого	252 545	6 211	258 756



СТОИМОСТЬ АКТИВОВ НА ХРАНЕНИИ В НДЦ ЗА ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ 2009 Г. ВЫРОСЛА НА 13,8% И СОСТАВИЛА 4,7 ТРЛН РУБ.

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) подвело итоги операционной деятельности за первое полугодие 2009 г. Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, открытых в НДЦ, по состоянию на 30 июня 2009 г. составила 4 трлн 700 млрд 523 млн руб., что на 13,81% больше, чем соответствующий показатель на 31 декабря 2008 г. (4 трлн 130 млрд 40 млн руб.). По состоянию на 30 июня 2009 г. рост суммарной номинальной стоимости корпоративных облигаций, находящихся на хранении в НДЦ, по сравнению с соответствующим периодом 2008 г., составил 14,58%, еврооблигаций РФ и корпоративных еврооблигаций — 280,49%, а рост стоимости паев паевых инвестиционных фондов — 49,89%.

Общее количество ценных бумаг на хранении в НДЦ увеличилось на 61% с 1 трлн 424 млрд 792 млн шт. на 30 июня 2008 г. до 2 трлн 293 млрд 437 млн шт. на 30 июня 2009 г. Оборот НДЦ (рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций) за первое полугодие 2009 г. составил 26 трлн 720 млрд 196 млн руб., что на 6,97% меньше, чем за аналогичный период 2008 г. (28 трлн 722 млрд 366 млн руб.). Количество инвентарных операций по сравнению с соответствующим периодом 2008 г. уменьшилось на 8,1% и составило 1 164 366 операций, в том числе по акциям 926 542 операции (79,57% от общего числа операций). Количество счетов депо с начала года выросло на 4,85% и составило 1 860 счетов, что на 5,1% больше по сравнению с аналогичным периодом 2008 г.

Общее количество выпусков ценных бумаг, находящихся на обслуживании в НДЦ, по сравнению с соответствующим периодом 2008 г. уменьшилось на 3,5% и составило 2758, в то время как количество эмитентов, ценные бумаги которых учитываются в НДЦ, достигло 1366, что на 3,48% выше показателя по итогам первого полугодия 2008 г.

НДЦ продолжает лидировать как платежный агент по корпоративным и региональным облигациям. В конце июня 2009 г. доля НДЦ на рынке услуг платежного агента составила 29,11% по номинальной стоимости принятых на обслуживание выпусков корпоративных и региональных облигаций. Несмотря на кризис (дефолты по выпускам облигаций, значительные объемы исполнения эмитентами оферт, т. е. уменьшение количества и объемов выплат по выпускам облигаций, находящихся в обращении), с января по июнь 2009 г. НДЦ как платежный агент принял к обслуживанию 38 выпусков облигаций 15 эмитентов. Количество выпусков облигаций, обслуживаемых НДЦ в качестве платежного агента, достиг-

ло 269 выпусков по 190 эмитентам. Практически не снизился по сравнению с первым полугодием 2008 г. объем выплат купонов и сумм погашения через НДЦ как платежного агента корпоративных и региональных облигаций: в первом полугодии 2009 г. НДЦ провел 317 выплат на сумму 58 652 млн руб. (317 выплат на сумму 56 693 млн руб. за аналогичный период 2008 г.).

В рамках деятельности в качестве Национального нумерующего агентства по России за первое полугодие 2009 г. НДЦ присвоил международные коды *ISIN* и *CFI* 153 российским ценным бумагам, для 121 российской ценной бумаги *ISIN* код был признан недействующим.

По состоянию на 30 июня 2009 г. НДЦ было получено и обработано запросов на информацию об *ISIN* и *CFI* кодах иностранных финансовых инструментов по 27 525 инструментам, включая запросы от разных клиентов по одному и тому же инструменту. В результате обработки запросов выявлено, что участники рынка запросили информацию о 10 165 инструментах. Из них 695 инструментов не имеют *CFI*-кода, включая 208 инструментов, которые не имеют и *ISIN*-кодов, запрошенных участниками рынка. Для 244 инструментов *CFI*-код инструмента не попадает в квалификацию в соответствии с требованиями международного стандарта *ISO 10962* и «Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг» (зарегистрировано в Министерстве юстиции Российской Федерации 11 декабря 2007 г., регистрационный № 10673 и утверждено Приказом ФСФР России от 23 октября 2007 г. №07-105/пз-н). Для 9226 инструментов *CFI*-код инструмента попадает в квалификацию в соответствии с вышеуказанными требованиями. Таким образом, по сравнению с итогами прошлого года количество иностранных финансовых инструментов, отвечающих требованиям квалификации (8179 иностранных финансовых инструментов на 31 декабря 2008 г.), за первое полугодие 2009 г. увеличилось на 12,8%, при этом количество иностранных финансовых инструментов, которые не отвечают требованиям квалификации, уменьшилось на 31,71%.

Справочная информация:

Стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, открытых в НДЦ, — операционный показатель, который не учитывает рыночную стоимость остатков активов на эмиссионных счетах депо. При этом стоимость акций и паев паевых инвестиционных фондов оценивается по их рыночной цене, а облигации — по номинальной стоимости. ■



СОБЫТИЯ МЕЖДУНАРОДНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

28

HELLENIC EXCHANGES (ГРЕЦИЯ) И IBERCLEAR (ИСПАНИЯ) ПРИСОЕДИНИЛИСЬ К ПРОЕКТУ LINK UP MARKETS

29 июня 2009 г. центральные депозитарии ценных бумаг Греции *Hellenic Exchanges* и Испании *Iberclear* успешно присоединились к *Link Up Markets*, совместному проекту 8 центральных депозитариев ценных бумаг, направленному на повышение эффективности и снижение стоимости посттрейдинговой обработки трансграничных сделок по ценным бумагам в Европе. Присоединение центральных депозитариев Греции и Испании означает завершение второй из трех стадий проекта *Link Up Markets*.

Кроме того, *Link Up Markets* впервые предложил центральным депозитариям возможность взаимодействия посредством *SWIFT*. Использование инфраструктуры *SWIFT* позволит обеспечить клиентам центральных депозитариев последовательную сквозную обработку транзакций.

Проект *Link Up Markets*, запущенный 30 марта 2009 г., объединил центральные депозитарии: *Clearstream Banking Frankfurt* (Германия), *OeKB* (Австрия), *SIX SIS* (Швейцария) и *VP* (Дания). Фондовая биржа Кипра (*Cyprus Stock Exchange*) и *VPS* (Норвегия) присоединятся к проекту на следующих стадиях.

Пресс-релиз *Clearstream*, 30.06.2009

www.clearstream.com

EUROCLEAR NEDERLAND (НИДЕРЛАНДЫ) ВЫСТУПИТ КООРДИНАТОРОМ МЕЖДУ ЭМИТЕНТАМИ И АКЦИОНЕРАМИ

Euroclear Nederland, центральный депозитарий ценных бумаг Голландии, предлагает новую услугу, которая поможет эмитентам определить конечных владельцев своих акций. Благодаря этой услуге, инвесторам будет легче осуществлять свои права и обязанности акционеров, а эмитенты смогут более эффективно взаимодействовать с конечными инвесторами.

Новое законодательство Нидерландов, которое вступит в силу в январе 2010 г., налагает строгие обязательства по раскрытию информации об акционерах на организации, чьи акции внесены в котировальный список Голландской фондовой биржи (*Dutch stock exchange*).

Хуго Спаньер (*Hugo Spanjer*), член руководства *Euroclear Nederland*, отметил: «*Euroclear Nederland* может выступать в роли центрального координатора, который будет заниматься сбором и распространением информации об акционерах. Мы обладаем необходимым опытом для того, чтобы стандартизировать работу бэк-офиса, а также сделать услугу по предоставлению информации об акционерах более выгодной и для эмитентов, и для акционеров.

Поскольку многие финансовые посредники, такие как кастодиальные банки и агенты эмитентов, уже являются клиентами *Euroclear Nederland*, мы готовы к тесному сотрудничеству с ними и с рынком для того, чтобы соответствовать новому законодательству и способствовать интенсивному участию конечных инвесторов в корпоративном управлении».

Стандартизация станет ключевым фактором в определении успешности процесса идентификации акционера. Эмитенты и их агенты нуждаются в получении информации об акционерах как можно быстрее и эффективнее, а банки-кастодианы и другие финансовые институты сталкиваются с тем, что подобные запросы поступают в разных форматах, по разным каналам, с разными сроками и условиями.

Работа через центрального поставщика услуг, который стандартизирует такие запросы, позволит существенно увеличить эффективность процесса, а также снизить стоимость услуг и риски для всех вовлеченных сторон. *Euroclear Nederland* уже инициировал разработку стандартов для обмена данными между голландскими кастодиальными банками — членами консультативного комитета *Euroclear* по локальному рынку (*Euroclear's local Market Advisory Committee*).

Повышение степени участия акционеров в корпоративном управлении, например в голосовании на ежегодных и внеочередных общих собраниях, продолжает оставаться сложной задачей. В частности, в 2006 г. только 36% акционерного капитала было представлено на общих собраниях компаний, акции которых включены в *AEX Index (Euronext Amsterdam)*. Новое голландское законодательство дает право эмитентам знать имя и адрес каждого акционера, даже в случае если хранение ценных бумаг осуществляется через цепь посредников. Эта информация может быть запрошена за 60 дней до общего собрания и должна быть предоставлена в течение 2 дней после осуществления запроса. Несоблюдение этих правил дает право эмитентам решать вопрос в судебном порядке. Новое законодательство касается и голландских, и иностранных посредников, которые владеют акциями, включенными в список Голландской фондовой биржи.

Euroclear, 24.06.2009

www.euroclear.com



NYSE EURONEXT И DTCC СОЗДАЛИ НОВЫЙ КЛИРИНГОВЫЙ ДОМ NEW YORK PORTFOLIO CLEARING ДЛЯ БОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНОГО КЛИРИНГА АМЕРИКАНСКИХ ЦЕННЫХ БУМАГ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ И ДЕРИВАТИВОВ

NYSE Euronext и Депозитарно-трастовая клиринговая компания DTCC договорились о создании совместного предприятия для осуществления клиринга американских ценных бумаг с фиксированным доходом.

Новый клиринговый дом New York Portfolio Clearing (NYPC) объединит лидирующие позиции NYSE Euronext на фьючерсном рынке (NYSE Liffe U.S.) и возможности дочерней компании DTCC — Fixed Income Clearing Corporation (FICC) — в части осуществления инновационного управления рисками, эффективности клиринга и расчетов по американским ценным бумагам с фиксированным доходом и деривативам.

Проект NYPC был одобрен Советами директоров обеих организаций. Планируется, что NYPC начнет свою работу во II кв. 2010 г. после окончательного согласования всех условий проекта.

NYSE Euronext и DTCC вступили в совместное предприятие с долевым участием 50/50. NYSE Euronext планирует предоставить 50 млн долл. в качестве дополнительного вклада в усиление надежности дефолтного фонда NYPC.

О NYSE Euronext

NYSE Euronext (NYX) — биржевая группа, предлагающая широкий, постоянно растущий спектр финансовых продуктов и услуг в Европе и США, включая операции с акциями, фьючерсами, опционами, биржевыми продуктами, облигациями, а также предоставление рыночных данных и решений в области коммерческих технологий. В листингах торговых площадок группы NYSE Euronext — New York Stock Exchange, Euronext, NYSE Arca и NYSE Amex — находится 8 тыс. выпусков акций, сделки с которыми составляют около 40% мирового объема рынка акционерного капитала.

NYSE Euronext также осуществляет управление NYSE Liffe. Это крупнейшая по объему сделок в Европе и вторая в мире биржа, осуществляющая операции с производными ценными бумагами. Более подробная информация доступна на сайте www.nyx.com.

О компании FICC

Клиринговая корпорация по ценным бумагам с фиксированным доходом (Fixed Income Clearing Corporation, FICC) была создана в 2003 г. с целью сокращения затрат и предоставления клиентам DTCC единой системы по обработке сделок по ценным бумагам с фиксированным доходом путем интеграции компаний Government Securities Clearing Corporation (основана в 1986 г.) и Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation (основана в 1979 г.).

Пресс-релиз DTCC, 18.06.2009
www.dtcc.com

DTCC БУДЕТ ПРЕДОСТАВЛЯТЬ УСЛУГИ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ДЕНЕЖНЫХ РАСЧЕТОВ УЧАСТНИКАМ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ

DTCC объявила, что ее Консультативный комитет по системе обслуживания кредитов Loan/SERV одобрил планы компании включить функцию проведения денежных расчетов, в том числе на условиях «поставка против платежа» (DVP), в пакет услуг, предоставляемых в рамках системы Loan/SERV, призванной автоматизировать и оптимизировать процесс обслуживания синдицированных кредитов в глобальном масштабе.

«Использование расчетов на условиях «поставка против платежа» даст участникам кредитного рынка уверенность в том, что денежные расчеты будут происходить одновременно с регистрацией смены владельца финансового актива в банках-агентах», — сказал Крис Чайлдз (Chris Childs), Вице-президент DTCC по обслуживанию международных кредитных продуктов.

Эта услуга является дополнением к уже имеющимся в Loan/SERV функциям проверки позиций и обмена сообщениями (Reconciliation and Messaging Service), введенным в 2008 г., которые позволяют автоматизировать сделки по организации синдицированных кредитов и отслеживать их состояние, как для банков-агентов, так и для кредиторов.

«Использование расчетов на условиях DVP в Loan/SERV позволит существенно снизить риски и обеспечит большую надежность рынка синдицированных кредитов», — отметил К. Чайлдз. В самое ближайшее время DTCC подготовит и опубликует материалы с описанием процедуры расчетов.

В состав Консультативного комитета по Loan/SERV, работающего в DTCC, входят представители Bank of New York Mellon, Barclays Capital, Citi, Deutsche Bank, J.P. Morgan и Royal Bank of Scotland.

DTCC совместно со своим консультативным комитетом и участниками рынка завершает работу над созданием расчетной системы с использованием технологии DVP. График тестирования системы и ввода ее в эксплуатацию будет опубликован в III кв. текущего года.

«Это станет еще одним важным шагом в развитии рынка синдицированных кредитов, который сделает рынок более безопасным и позволит обеспечить четкое и своевременное осуществление расчетов», — сказал Управляющий Директор J.P. Morgan Эрик Розен (Eric Rosen).

J.P. Morgan, крупнейший международный банк-агент на рынке синдицированных кредитов, недавно внедрил систему взаимодействия со Службой проверки позиций Loan/SERV в DTCC, после того как данные по синдицированным кредитам банка были переданы в DTCC. Служба проверки позиций позволяет банкам-агентам и кредиторам проверять и обновлять данные по кредитным позициям на ежедневной основе.

До начала предоставления этой услуги кредиторы и банки проводили проверку кредитных позиций независимо друг от друга, что неизбежно сопровождалось ошибками, погрешностями в расчетах и задержками.



Развитие системы *Loan/SERV* позволит в будущем предложить участникам рынка синдицированных кредитов универсальное интегрированное решение.

Помимо Службы проверки позиций, в системе *Loan/SERV* существует Служба обмена сообщениями, которая обеспечивает безопасный канал для автоматической передачи стандартных сообщений о кредитах между банками-агентами и кредиторами, работающими на рынке синдицированных кредитов.

Loan/SERV – система обслуживания, предлагаемая *DTCC Solutions LLC*, дочерней компанией *DTCC*.

Пресс-релиз *DTCC*, 16.06.2009
www.dtcc.com

В УГАНДЕ НАЧЕТ РАБОТУ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ

Фондовая Биржа Уганды (*Uganda Securities Exchange, USE*) планирует в ближайшее время ввести систему центрального депозитария на рынке ценных бумаг (*Securities Central Depository System, CDS*), а также систему электронной торговли ценными бумагами. Законопроект о системе центральных депозитариев ценных бумаг был принят Парламентом Уганды 20 октября 2008 г. и утвержден Президентом 28 января 2009 г.

Система *CDS* будет способствовать автоматизации существующего рынка. В июне биржа *USE* подала заявку в органы управления рынком капитала, чтобы получить разрешение работать с системой *CDS*. Иммобилизация сертификатов ценных бумаг в системе *CDS* будет способствовать развитию электронной торговли, внедрение которой запланировано на 2010 г.

Thomas Murray, 10.06.2009
www.thomasmurray.com

АМЕРИКАНСКАЯ АССОЦИАЦИЯ ЦЕНТРАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ (AMERICAS' CENTRAL SECURITIES DEPOSITORIES ASSOCIATION, ACSDA) ПРОВЕДЕТ LEADERSHIP FORUM

6–9 октября 2009 г. в Сантьяго (Республика Чили) состоится *ACSDA Leadership Forum (ALF)*, на котором Директор НДЦ **Николай Егоров** представит Ассоциацию центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ).

Организатором мероприятия, проводимого 1 раз в 2 года, в этом году выступит Центральный депозитарий Республики Чили (*Depósito Central de Valores, DCV*).

Форум *ALF* предоставляет уникальную возможность укрепить деловые связи и убедиться в эффективности общения на глобальном уровне всем лидерам организаций, представляющих учетно-расчетную систему.

Программа мероприятия включает в себя панельные дискуссии и круглые столы, посещение Фондовой биржи Сантьяго (*Santiago Stock Exchange*), а также сессии по следующим направлениям:

- чилийская клиринговая, расчетная и депозитарная системы;
- рыночная инфраструктура: *case study* представителей Аргентины, Боливии, Мексики и США;
- нормативная модель центрального депозитария и другие законодательные инициативы. В данной сессии будут обсуждаться вопросы о роли регулятора на рынке ценных бумаг в Чили, перспективах развития и взаимодействия с участниками рынка саморегулируемых организаций, предписания Международного Института Унификации Частого Права (УНИДРУА) и Гаагской Конвенции в отношении центральных депозитариев;
- дополнительные услуги центральных депозитариев;
- модели повышения контроля качества и удовлетворенности клиентов;
- технологические и коммуникационные платформы: возможности и конкурентные вызовы.

ШЕСТАЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ АССОЦИАЦИИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ ЕВРАЗИИ

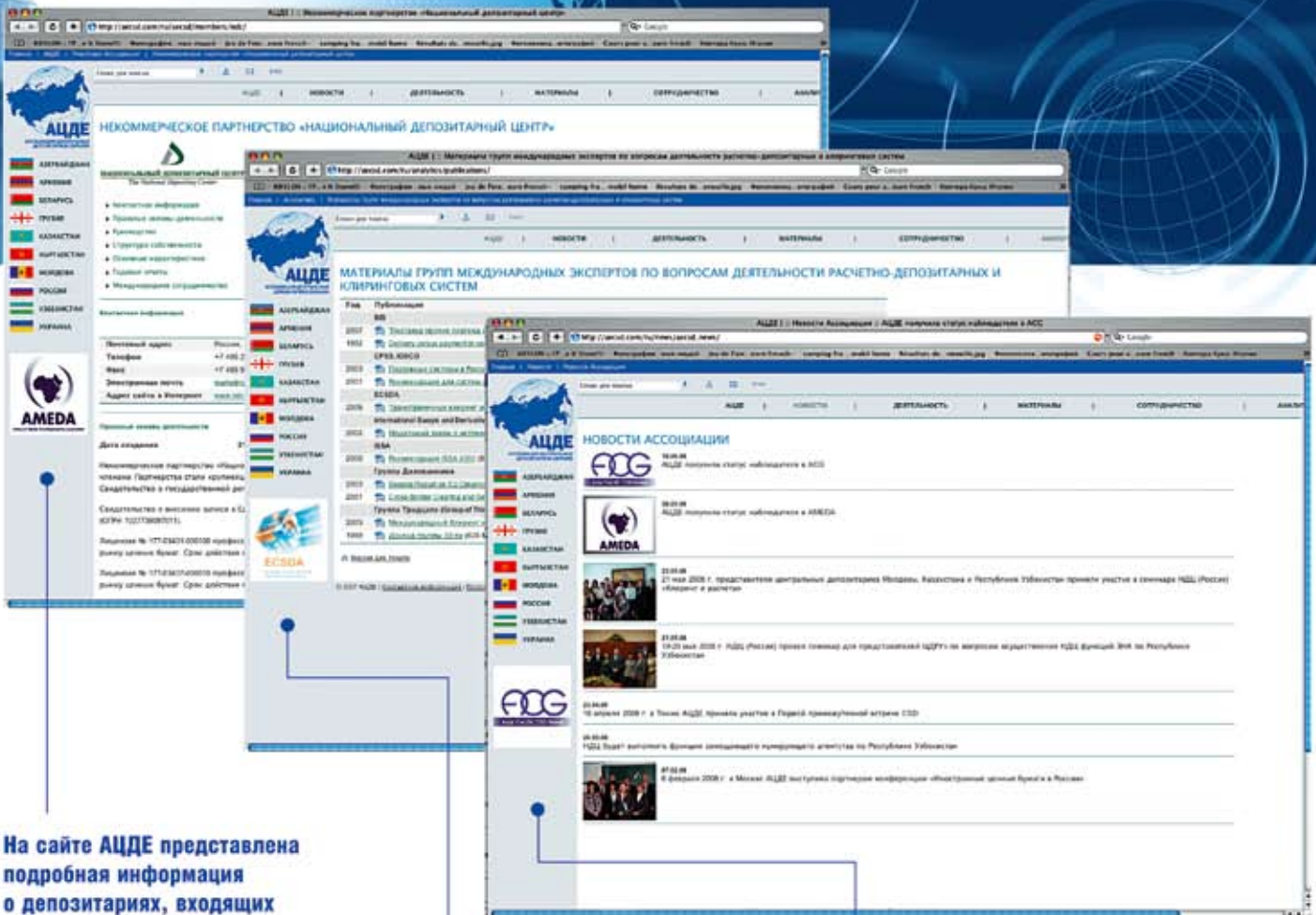
15–16 октября 2009 г. в Ташкенте (Республика Узбекистан) состоится Шестая Международная конференция Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ) «Единое депозитарное пространство – эффективное взаимодействие участников АЦДЕ». Организатором конференции выступит Государственное предприятие Центральный депозитарий ценных бумаг Республики Узбекистан (ЦДРУз).

В работе конференции примут участие представители центральных депозитариев стран СНГ, *SWIFT, Euroclear, Clearstream, Thomas Murray*, а также крупнейшие кредитные организации и инвестиционные компании Республики Узбекистан.

15 октября в рамках конференции предполагается заслушать выступления участников и гостей конференции по следующим актуальным вопросам:

- роль депозитария при корпоративных действиях эмитента;
- учет прав на ценные бумаги: от депозитария к кастодиану;
- кризис – тормоз или катализатор новых идей? Региональные рынки в период кризиса (панельная дискуссия).

16 октября состоится Общее годовое собрание Участников АЦДЕ, на котором будут рассмотрены и утверждены отчеты о деятельности Ассоциации и рабочих групп, а также определены планы на 2010 г. ■



На сайте АЦДЕ представлена подробная информация о депозитариях, входящих в Ассоциацию:

- основные функции;
- правовые основы деятельности;
- руководство;
- показатели деятельности;
- структура собственности и пр.

Создан специальный раздел «Аналитика», в котором публикуются:

- законодательные акты стран — участниц Ассоциации;
- материалы групп международных экспертов по вопросам деятельности расчетно-депозитарных и клиринговых систем;
- материалы по международному регулированию (в частности, Директива ЕС MIFID).

Публикуются новости Ассоциации и депозитариев — членов АЦДЕ

Размещается информация о деятельности рабочих групп Ассоциации, включая составы и отчеты, в том числе Доклад рабочей группы по корреспондентским отношениям «Корреспондентские счета депо нерезидентов в депозитариях Ассоциации центральных депозитариев Евразии», в котором приведена сравнительная характеристика условий функционирования национальных рынков депозитариев — участников АЦДЕ.



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

**Национальное нумерующее
агентство по России**

**Замещающее нумерующее
агентство для стран СНГ**

НДЦ обеспечивает:

**Присвоение ISIN и CFI кодов
российским финансовым инструментам**

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

**Предоставление CFI и ISIN кодов
по иностранным финансовым инструментам**

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

**Раскрытие информации
о международных идентификационных кодах**

НДЦ поддерживает базу данных по ISIN и CFI кодам, присвоенным российским финансовым инструментам.

НДЦ предоставляет информацию о наличии в глобальной базе данных ANNA кодов ISIN и CFI, присвоенных иностранным финансовым инструментам Национальными нумерующими агентствами других стран



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

www.ndc.ru • www.isin.ru • isin@ndc.ru • (495) 234-48-65

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