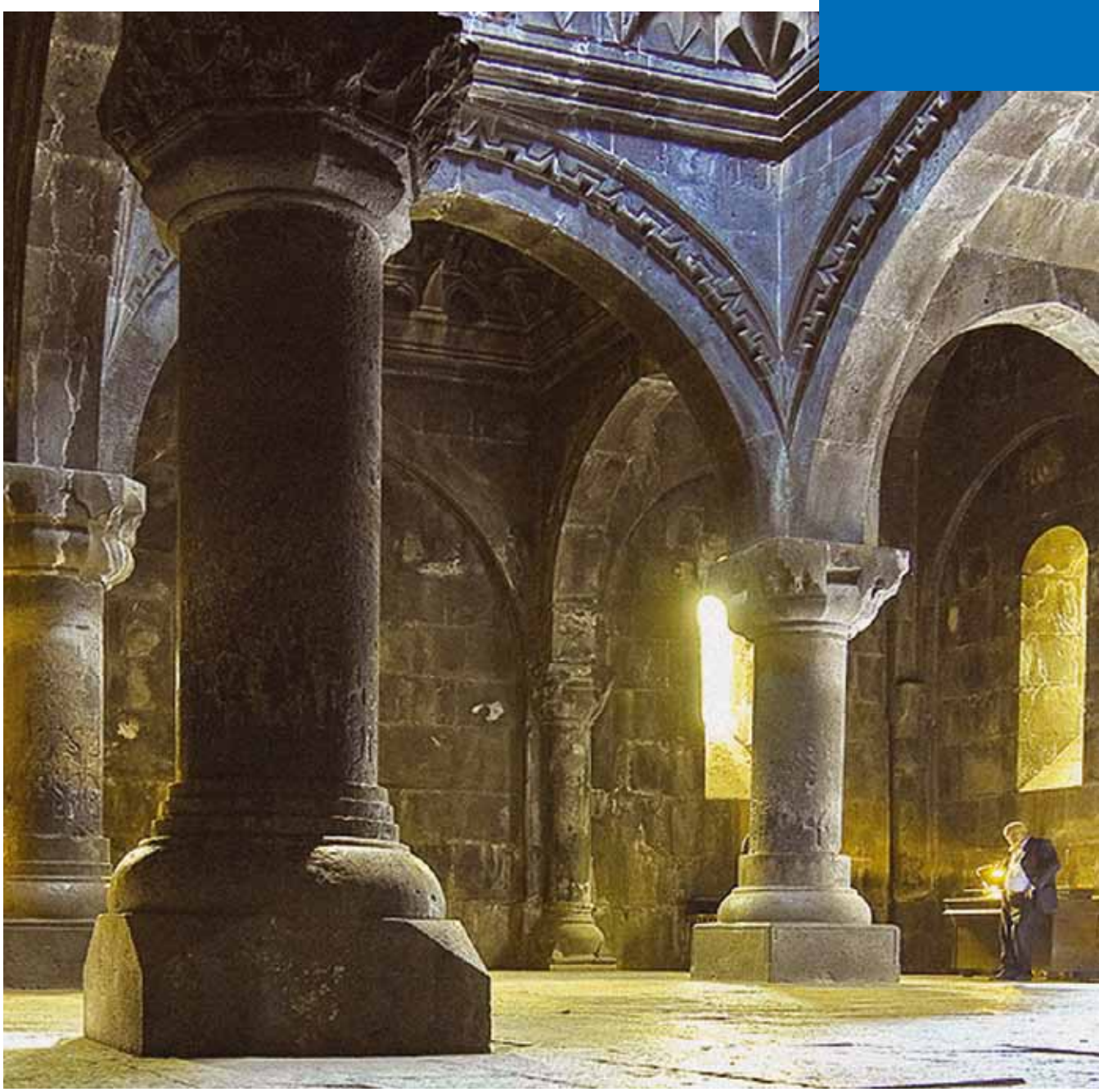
ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум

№ 3 [97] 2011

НАЦИОНАЛЬНЫЙ РАСЧЕТНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ
ГРУППА ММВБ



Призрак документа

▶ 12

Белла Златкис: о брокерских услугах, финансовой грамотности и совершенствовании инфраструктуры

▶ 6

Первая российская ценная бумага в иностранной валюте

▶ 14

Мировой опыт реализации успешных программ формирования МФЦ

▶ 18

Г. Ч. Брайант
Рыночный день
1871

При заключении сделки на внебиржевом рынке перед ее участниками всегда встает вопрос о надежности контрагента и гарантиях исполнения им своих обязательств

Проведение операций в Clearstream и Euroclear на условиях «поставка против платежа» для клиентов НРД

НАЦИОНАЛЬНЫЙ РАСЧЕТНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ
ГРУППА ММВБ

www.nsd.ru | (495) 234-99-60 | dc@ndc.ru

**Небанковская кредитная организация
закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий»**

Лицензия № 177-12042-000100 профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности, выданная 19 февраля 2009 г.
Лицензия № 177-08462-000010 профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление клиринговой деятельности, выданная 19 мая 2005 г.

Реклама

Сбербанк vs. «Тройка Диалог»

Главной рыночной новостью марта, несомненно, стала сделка между Сбербанком и компанией «Тройка Диалог». Практически все российские СМИ привели ключевые показатели соглашения: «Тройка Диалог» оценена в 1 млрд долл., что составляет 1,25 ее капитала. Но цифры — это количественные характеристики, хотя в финансах они принципиальны.

В чем состоит смысл сделки? Некоторые эксперты отмечают, что у огромной клиентской базы Сбербанка, скорее всего, будут пользоваться спросом инвестиционные продукты — ПИФы, доверительное управление, брокерское обслуживание, — на высоком уровне предоставляемые «Тройкой Диалог». Другие говорят о том, что инвестиционный банк сможет эффективно распорядиться материальными активами, в значительном количестве доставшимися Сбербанку в кризис в качестве залогов.

Большинство аналитиков сходится во мнении, что сделка выгодна для обеих сторон и заключена по справедливой (или близкой к справедливой) цене.

В любом случае расклады на рынке инвестиционно-банковских услуг изменились. Что это означает для российской инфраструктуры? Прямое влияние, казалось бы, не прослеживается. Но бизнеса в целом на финансовом рынке, скорее всего, станет больше. А значит, его станет больше и для посттрейдинговой инфраструктуры.

Астанин Д.В.

Председатель Правления НКО ЗАО НРД,
Председатель редакционной коллегии

www.депозитариум.рф

№ 3 [97] март 2011

На обложке:
фоторабота «Гавит монастыря Гегард. Котайк, Армения» Виктора Подлесных (ОАО КБ «АГРОПРОМКРЕДИТ»), победившая в фотоконкурсе НРД «Архитектура: внимание к деталям»

Совместный проект Небанковской кредитной организации закрытого акционерного общества «Национальный расчетный депозитарий» и журнала «Рынок ценных бумаг»

Редакционная коллегия:
Астанин Э. В. — председатель
Калинин Е. А. — выпускающий редактор
Гусалова Е. Б.
Демушкина Е. С.
Киреева С. А.
Кучукова Т. В.
Медовская И. Л.
Ринк О. Л.
Субботина Г. Б.
Черкасский Б. В.

Небанковская кредитная организация закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий»
Адрес: 125009, Москва,
Средний Кисловский пер.,
д. 1/13, стр. 8
Телефон: (495) 234-42-80
Факс: (495) 956-09-38
Электронная почта: info@ndc.ru
Интернет: www.nsd.ru; www.isin.ru

Редакция журнала «Депозитариум»
Телефон: (495) 232-05-13
Электронная почта: marketing@ndc.ru

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

Издатель: ЗАО «Группа «РЦБ»
Адрес: 105082, Москва,
ул. Б. Почтовая, д. 34, стр. 8
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170
Телефон: (495) 785-81-00
Электронная почта: info@rcb.ru
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 Небанковской кредитной организацией закрытым акционерным обществом «Национальный расчетный депозитарий» и ЗАО «Группа «РЦБ».
Индекс: 73346. ISSN 0869-6608

Журнал «Рынок ценных бумаг»
№ 3 март 2011

Персона

«Я не считаю финансовый рынок тем местом, где кто не рискует, тот не пьет шампанское»

Интервью с Заместителем Председателя Правления Сбербанка России
Беллой Златкис
▶ 6

Рынок и право

Призрак документа

Екатерина Демушкина
Заместитель Председателя Правления НКО ЗАО НРД
▶ 12

Финансовые инструменты

«Вэбовки»

Андрей Ремнев
Директор Депозитария Внешэкономбанка

Татьяна Ульянова
Заместитель начальника отдела организации депозитарного обслуживания Депозитария Внешэкономбанка
▶ 14

На финансовом рынке нет такого человека, который если уж стал начальником, то будет им всегда. На финансовом рынке так: пусть сегодня ты лучше всех, но если не учишься новому каждый день, то уже завтра начинаешь отставать.

Белла Златкис

Необходимо исключить из проекта поправок часть вторую статьи 128 ГК РФ. Или уже не строить МФЦ, вернуть ценным бумагам документарную форму, а заодно отключить все каналы электронной связи вместе с электричеством.

Екатерина Демушкина

Зарубежный опыт

Роль стимулирования инвестиций в программах формирования МФЦ

Юрий Данилов
Директор Фонда «Центр развития фондового рынка», заведующий кафедрой финансов Международного университета в Москве, председатель попечительского совета Института посткризисного мира

▶ 18

Интеграция фондового рынка Европейского союза на примере рынка акций

Петр Хуснитдинов
Аспирант кафедры европейской интеграции Московского государственного института международных отношений (Университета) МИД России

▶ 23

Новости законодательства

Регулирование фондового рынка: обзор основных изменений в российском законодательстве

▶ 27

CSD

Участники АЦДЕ: Республиканское унитарное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг», Республика Беларусь

▶ 28

Мероприятия

▶ 30

Благотворительность

▶ 32

События международной инфраструктуры

▶ 34

Белла Златкис, Заместитель Председателя Правления Сбербанка России

21 мая 2010 г. Правлением Сбербанка России была утверждена Концепция развития брокерских операций на фондовом рынке в 2010—2012 гг. и одобрен план мероприятий по ее реализации. Решение сконцентрировать усилия на развитии этого направления принято в связи с растущим спросом на инвестирование в инструменты фондового рынка. О методах завоевания Сбербанком лидерских позиций на рынке ценных бумаг, повышении финансовой грамотности населения, построении в России МФЦ и о многом другом, крайне интересном, мы беседуем с Заместителем Председателя Правления Сбербанка России Беллой Златкис.

Белла Златкис:

«Я не считаю финансовый рынок тем местом, где кто не рискует, тот не пьет шампанское»

— Белла Ильинична, Сбербанком разработана Концепция развития брокерских операций на фондовом рынке в 2010—2012 гг. Является ли она частью модернизационной стратегии компании?

— Конечно, это составляющая нашей программы модернизации. Концепция полностью согласуется со Стратегией развития Сбербанка, в которой заявлено, что наша цель — укрепление позиций банка на российском рынке, улучшение финансовых результатов деятельности, снижение операционных расходов, а также повышение качества обслуживания клиентов.

Концепция предусматривает выстраивание новой схемы брокерского бизнеса, реформу сети продаж, внедрение системы мотивации персонала, расширение числа доступных клиентам торговых площадок и инструментов. Кроме того, среди основных мероприятий — проведение специальной информационной политики, включающей обучение клиентов.

— Кого Вы можете назвать конкурентами Сбербанка на рынке интернет-трейдинга и на рынке брокерских услуг в целом? За счет чего Сбербанк намерен конкурировать с уже существующими лидерами рынка брокерских услуг?

— Российский рынок интернет-трейдинга функционирует уже более 15 лет. За это время брокерам удалось и создать собственный продуктовый ряд, и сформировать под него устойчивую клиентскую базу.

Основными игроками на российском рынке брокерских услуг являются брокерские компании, а также универсальные банки, предлагающие услуги на рынке ценных бумаг в рамках комплекса банковских услуг. По ряду параметров мы занимаем на этом рынке ведущие позиции. Сбербанк входит в число крупнейших российских брокеров и обладает самой широкой сетью брокерских обслуживающих подразделений, которые расположены по всей территории страны.

Наши позиции на внутреннем фондовом рынке можно оценить, например, на основе рейтингов ММВБ. Так, с 2009 г. Сбербанк занимает первое место по числу клиентов на брокерском обслуживании. По количеству активных клиентов (т. е. совершивших хотя бы одну сделку в течение месяца) мы стабильно входим в тройку лидеров. Ближайшими конкурентами Сбербанка по числу зарегистрированных на ММВБ клиентов являются ВТБ 24, ФИНАМ и Брокеркредитсервис.

Мы предлагаем своим клиентам надежные и защищенные системы интернет-трейдинга, обладающие высокими потребительскими характеристиками. Регулярно проводятся доработки и обновления торговых платформ. Полагаю, что названные преимущества позволяют обеспечивать высокий уровень конкурентоспособности Сбербанка на фондовом рынке.

— Какова сегодняшняя структура брокерских операций Сбербанка и какой Вы видите ее в кратко- и среднесрочной перспективе?

— Сбербанк предоставляет брокерские услуги на российском фондовом рынке с 1993 г. Клиентам банка доступны на ММВБ операции с государственными, муниципаль-

ными и корпоративными облигациями, с облигациями Банка России, а также акциями корпоративных эмитентов. С июля 2009 г. к сервису прямого трейдинга добавился интернет-трейдинг (через торговую платформу Focus IVonline). С этого момента был зафиксирован устойчивый рост и количества клиентов, и объема проводимых через Интернет операций.

Со второй половины 2010 г. мы увеличили число каналов доступа на биржевые площадки, предоставив нашим клиентам возможность работать через популярную на российском фондовом рынке программу QUIK. В настоящее время доля клиентских сделок, заключаемых с помощью торговых интернет-платформ, стабильно превышает 50% в общем объеме брокерских операций Сбербанка.

— В Концепции говорится о расширении числа доступных клиентам торговых площадок и инструментов. За счет чего это произойдет?

— В марте этого года Сбербанк внедрил новый вид услуг — брокерское обслуживание на внебиржевом рынке (ТС OTC). Сервис предусматривает проведение операций с широким спектром ценных бумаг, в том числе с облигациями внешнего займа РФ, корпоративными еврооблигациями и государственными иностранными облигациями, а также с депозитарными расписками (американскими и глобальными). Расчеты по внебиржевым сделкам проводятся в долларах США, евро и швейцарских франках.

В текущем году мы продолжим расширять инструментарий — собираемся внедрить услуги по торговле деривативами на рынке FORTS и проведению необеспеченных сделок, а также внебиржевое РЕПО.

В дальнейших планах — реализация программы обучения инвесторов, предоставление брокерских услуг на основе мобильных средств связи, оказание субброкерских услуг.

Мы полагаем, что перечисленные меры изменят величину и структуру доходов, получаемых Сбербанком от брокерских услуг. (В настоящее время источником нашего дохода является только комиссия от спот-сделок на ММВБ. В будущем доход будет также включать вознаграждение от операций на внебиржевом и срочном рынках, процентный доход от сделок РЕПО и необеспеченных сделок, а также доход от использования средств на брокерских счетах.)

Кроме того, мы рассчитываем, что появление новых продуктов позволит значительно увеличить клиентскую базу, а также повысить активность клиентов, как существующих, так и новых.

— Какие риски могут возникать в процессе реализации Вашей стратегии брокериджа?

— Риски при реализации Концепции брокерских услуг всегда и во всем мире одинаковы — это поведение и состояние рынка. Мы не видим организационных рисков, потому что основные технические мероприятия (очень дорогие и очень сложные) мы или уже осуществили, или находимся в процессе их реализации. Все нововведения уже опробованы.

Но рыночные риски для сегмента брокерских услуг очень серьезны, особенно по объемам и размерам возможных претензий клиентов. А мировая финансовая система сегодня выглядит, прямо скажем, не очень устойчивой. Многое зависит не от того, что происходит в России, а от того, что происходит в мире. И несмотря на то, что сегодня мир достаточно позитивно смотрит на состояние экономики США, мы понимаем, что суперриски, которые несет американская экономика, чрезвычайно велики. Существует также большая неопределенность в отношении поведения Китая. Сегодня именно эти риски являются основными для любой концепции брокерских услуг — будь она нашей или любого другого банка в мире.

— Расскажите подробнее о программе обучения инвесторов, над которой работает Сбербанк. В печати появлялись сообщения о Ваших мастер-классах по брокерскому обслуживанию. Какова цель этих программ и их наполнение? Понравилось ли Вам быть брокером? Кстати, в одном интервью Вы говорили, что у Вас низкий аппетит к риску. По Вашему мнению, с низким аппетитом к риску лучше хранить деньги на депозите?

— Мы много работаем над запуском широкомасштабных программ по обучению. У меня действительно была идея проводить в рамках этих программ собственные мастер-классы. Для того чтобы поучились не только (и даже не столько) клиенты, но и наши сотрудники. Ведь клиенты для нас — безусловный приоритет.

Наши сотрудники — профессионалы в вопросах финансового рынка, поэтому они часто не принимают в расчет то простое обстоятельство, что клиент не всегда грамотен в финансовых вопросах. Ему не всегда легко разобраться в состоянии рынка, в технологиях и, главное, в рисках, которые нужно уметь оценивать.

Поэтому мы проехали по стране. Причем не по центру, не по столицам, где население более образованно, а посетили десятки офисов Сбербанка на территории Урала и Татарии. Встретились с огромным количеством клиентов. Их интерес к мастер-классам нас очень удивил. Например, в одном небольшом башкирском городе (с населением около 30 тыс. человек) на мастер-класс пришли более 100 клиентов, которые задавали исключительно профессиональные вопросы. Эта работа получила ответную реакцию: значительно увеличился объем операций — и брокерских, и доверительного управления — именно в тех регионах, где мы были.

Таким образом, основная наша задача в клиентской работе — обучение сотрудников взаимодействию с населением.

В январе-феврале нынешнего года продажам паев ПИФов обучено более 130 сотрудников ВИП-офисов. В марте проходят обучение около 200 клиентских менеджеров офисов Сбербанк-Премьер (это массовый высокодоходный сегмент).

В апреле-июне мы проведем пилотные проекты по улучшению качества обслуживания в двух территориальных банках. Там будет протестирована модель взаимодействия клиентских менеджеров розничного блока и специализированных консультантов по инвестициям (сотрудников ПОФР). Переподготовку пройдут 300—500 консультантов по инвестициям.

К концу 2011 г. в Сбербанке будут действовать более 650 офисов Сбербанк-Премьер и свыше 100 ВИП-

офисов. В каждом таком подразделении будут работать в среднем два клиентских менеджера. Всех их предстоит обучить работе с инвестиционными продуктами. Обучение будет проводиться в два этапа: сначала по ПИФам и доверительному управлению, через 4—6 месяцев — по брокерскому обслуживанию.

Во втором полугодии мы займемся детальной проработкой программы обучения для клиентов. Запуск программы обучения инвесторов — важная для нас задача по развитию инвестиционных продуктов. При этом мы хотели бы не только донести до потенциальных инвесторов информацию о возможностях инвестирования на фондовом рынке, но и рассказать об особенностях инвестиционных инструментов и рисках, возникающих при работе с ними. Мы не хотим, чтобы наши клиенты принимали на себя риски, которых они не понимают и управлять которыми не умеют. Сбербанк — социально ответственная организация.

— Лично Вам понравилось выполнять функции брокера?

— Ну, я все-таки действовала скорее не как брокер, а как трейдер. Должна честно признаться: лично для себя ни разу в жизни не купила ни одной ценной бумаги. Но в качестве трейдера я выступала неоднократно, на протяжении многих лет. Знаете, если некоторые люди считают, что в прошлой жизни они были собаками или кошками, то мне кажется, что я трейдером и была. Конечно, трейдер менее симпатичное существо — он же весь нацелен на жесткий результат. Но мне быть трейдером нравится. Я в этом разбираюсь, я это умею — быстро считаю, быстро ориентируюсь на рынке.

— И знаете софт?

— Софты — это несложно, ведь они сильно ориентированы на клиента. Так что трейдером мне понравилось быть давно.

— А как же Ваш низкий аппетит к риску?

— Низкий аппетит не означает, что человек в принципе не хочет принимать на себя риск. Просто есть люди, которые принимают на себя неоправданно большие риски. Например, вкладывают всю зарплату в акции, надеясь на их быстрый рост. Один мой знакомый, состояние которого (в ценных бумагах) составляло 50 млн руб., не мог скинуться с коллегами по 500 руб., чтобы выпить пива. Он в застольях не участвовал, потому что не имел денег, вкладывал в акции все, до последней копейки. Вот яркий пример высокого аппетита к риску.

Лично я не считаю финансовый рынок тем местом, где кто не рискует, тот не пьет шампанское. Люблю и понимаю работу интрадей-трейдера, умею толковать дневное движение рынка. В долгосрочных инвестициях соблюдаю принцип «активы должны быть либо первоклассными, либо хорошо тебе известными».

И у меня действительно низкий аппетит к риску, если речь идет о непонятных активах или надо надеяться исключительно на авось. Сама я все в жизни просчитываю.

Вкладывать все деньги в один депозит — неправильная стратегия. Но само понятие «депозит» с точки зрения профессионала рынка может означать самые разные вещи. Вполне можно управлять своими накоплениями при помощи депозитов разной длины и в разных валютах. Это тоже способ управления накоплениями, и он, кстати, предполагает определенный аппетит к риску.

— На сколько валют Вы бы сейчас раскладывали портфель?

— На четыре.

— Рубль, доллар, евро и иену?

— Нет, иену я не очень люблю. Но движение иены и швейцарского франка — очень важные для меня показатели, они помогают понять, что может происходить с другими валютами, а также с процентными ставками. Я отношусь к людям, которые считают, что управлять серьезными финансовыми процессами лучше через процентные ставки, а не через валютные курсы. Хотя движение валютных курсов для управления портфелем тоже нужно понимать. Процентные ставки и движение курсов — это все-таки единый процесс.

Словом, экзотика вроде депозита в иене мне не очень нравится. Ведь процентные ставки по японской валюте уже довольно долго находятся около нуля.

Очень интересная валюта юань. Хотя я не очень люблю валюты, которые регулирует какой-то человек, ментальность которого мне непонятна. *(Смеется.)* Тем не менее это серьезная валюта. И на рынке юаня, безусловно, можно хорошо заработать.

Есть и другие интересные валюты. Мы работаем с депозитами в украинской гривне, в казахстанском тенге. Но сегодня в моде латвийский лат, потому что, открыв депозит в этой валюте, вкладчик получает гражданство Евросоюза, и, кстати, сами ставки по вкладам в латах тоже достаточно высоки. А сам латвийский лат как стоил в 1995 г. 2 долл., так и сейчас стоит. Как ни странно. Ведь положение в экономике Латвии нельзя назвать блестящим. У них очень высокий уровень безработицы, много проблем. Но при этом если смотреть на латвийскую валюту в динамике и правильно оценивать будущие риски, то такого рода депозит может дать дополнительные опции.

Думаю, что в мире не так много валют, которые совсем не представляют интереса. Для профессионалов, конечно.

— Вы отмечали, что превращение Москвы в мировой финансовый центр означает, что население всей страны должно уметь работать с самыми современными финансовыми инструментами. Какие еще шаги необходимо предпринять для создания МФЦ?

— Я не могла говорить обо всей стране. В мире нет ни одной страны, все население которой знает финансовый рынок. Есть эталон — Америка, там наиболее грамотное в финансовом смысле население. Есть страны, в которых население не очень любит работать с финансовыми активами. Но не бывает стран, в которых потребителями финансовых услуг являются все граждане.

Безусловно, Москва в финансовых вопросах должна становиться более подкованной. То есть значительная часть активного населения, имеющего сбережения, должна хорошо разбираться в финансовых инструментах.

Самый первый инструмент — банковская карточка. Я видела в своей жизни финансистов, которые не умели пользоваться карточкой. Трудно представить, что они могут при этом хорошо разбираться в финансовом бизнесе. Потому что банковская карточка — наиболее простой инструмент. Населению необходимо научиться им пользоваться. Человек с наличными в кармане вряд ли может стать серьезным участником процесса инвестирования.

Таким образом, прежде всего необходимо обучить людей азам финансовой грамотности. Вначале учить тех, кто наиболее активен или кто уже заработал определенное количество денег.

Кто самые богатые люди в цивилизованной Европе? Пенсионеры. Потому что эти люди уже заработали все, что могли. Мы вряд ли сделаем наших пенсионеров особо продвинутыми в умении пользоваться финансовыми сервисами. У них ментальность другая. Хотя, конечно, пенсионеры у нас в стране разные. Я знаю людей пенсионного возраста, которые зарабатывают в десятки раз больше меня. Но мы сейчас не про них говорим, им-то никакой финансовый центр точно не нужен. Они бы и без него прекрасно прожили.

Надо, чтобы обращаться с финансами научилась основная масса населения. А она пока не понимает ни-че-го. Этим людям все надо объяснять с самого начала. Что есть разница между риском в акциях и облигациях. Что акции — это долевое участие, а долевой участник бизнеса может потерять все, что в этом бизнесе имеет. Что облигации — это долговое участие, по существу, просто заем, а значит, инвестиции будут возвращены, но тоже не обязательно, поскольку существует банкротство. И еще множество подобных вещей: как покупать те или иные виды активов, какие деньги можно на это тратить, чем отличаются сберегательные деньги от капитала.

Вот вы знаете, чем отличаются сберегательные деньги от капитала?

— Ну, видимо… Нет.

— Механизм описан задолго до Маркса. Капитал — это воспроизводящаяся собственность, т. е. он сам посредством себя зарабатывает новые деньги. А сбережения просто лежат и приносят небольшую ренту. Так что между капиталом и сбережениями большая разница в степени риска.

Я 20 лет со всех трибун объясняла, что пенсионеру нельзя позволять вкладывать последние копейки в акции. В нашей стране были времена, когда за акциями банка «Менатеп» стояли очереди. И никто из стоявших не знал, что он покупает. Как раз тогда мы с Дмитрием Тулиным опубликовали в «Известиях» статью, где пытались объяснить людям ситуацию. После этой публикации у нас начались большие проблемы. Потому что на самом деле кому-то показалось (даже не знаю, по какой причине), что люди из «Менатепа» растят правильный рынок. То, что они растили не рынок, а базар, стало понятно позже, в 1995 г.

Все это было возможно в условиях полной финансовой безграмотности. Ведь рекламу организаций типа «Хопёр-Инвест» показывали по телевидению. Поэтому население считало, что платить по обязательствам «Хопра» тоже должно государство.

В общем, населению надо все объяснять. Это очень большая работа, она сложная и кому-то может казаться скучной. Но ее необходимо делать. Иначе создать в стране финансовый центр не получится. Для МФЦ требуется достаточно образованное в финансовом смысле общество.

— Каким может быть в этом процессе место Сбербанка?

— Сбербанк — не только системообразующий банк. Это огромный социальный институт. В нем хранит сбережения практически каждая российская семья. И доступ к Сбербанку есть у каждой российской семьи.

У Сбербанка больше 20 тыс. отделений. Он работает в таких уголках страны, куда не может проникнуть ни одно кредитное учреждение. Сбербанк может достучаться до населения, стало быть, он обязан это делать. Кроме того, у нас высокий уровень доверия. Невозможно никого ничему научить, если нет доверия. Но Сбербанку население страны доверяет.

Доверием пользуется и лично Герман Оскарович Греф, это тоже очень важно. Всем этим Сбербанк просто обязан воспользоваться на благо развития рынка. Для того чтобы создать соответствующее поле, на котором будут работать финансовые институты.

— Как Вы оцениваете нынешнее состояние финансового рынка России, в том числе его инфраструктуру — в частности, учетно-расчетную систему?

— Плохо. Наверное, странно слышать это именно от меня, потому что ММВБ для меня — не просто место работы, не просто организация, в Совет директоров которой я вхожу. Это структура, которую мы организовали с нуля в начале 90-х. И тогда почти никто не верил, что биржа получится. Сначала появился валютный рынок ММВБ, потом там стал торговаться госдолг, который вначале еще тоже нужно было создать как инструмент. Ведь в советское время у государства никакого долга не было, и создавалось впечатление, что оно может никому ничего не платить по облигациям, товарным чекам и прочим обязательствам, о которых мне сейчас просто страшно вспоминать. Тем не менее Россия — единственная на постсоветском пространстве страна, которая расплатилась по всем долгам советского периода.

Словом, при всем моем глубоко личном отношении к ММВБ состояние нашей инфраструктуры нельзя назвать хорошим. Я разочарована в законодателе, который до сих пор не определился с форматом центрального депозитария. А ведь это история длится уже 12 лет. Закон о центральном депозитарии был написан еще в 2002 г. Потом создали структуру, называвшуюся центральным депозитарием, но не являвшуюся таковым. Говорят, она существует до сих пор, но что делает, лично мне непонятно.

Мы все понимаем, что сегодня серьезными учетно-расчетными структурами являются НРД и ДКК. И еще, пожалуй, депозитарий Газпромбанка. Есть очень хорошие кастодиальные депозитарии, которые оказывают большое количество услуг, они тоже нужны, но мы сейчас говорим про расчетные структуры. Сегодняшний фондовый рынок — это не биржа. Современный рынок на Западе — это в первую очередь учетно-расчетная система. И вот как раз с ее созданием мы припозднились.

Я признательна руководству ММВБ и коллективу НРД за то, что все-таки доведен до конца проект по объединению Национального депозитарного центра и Расчетной палаты ММВБ. Этот тяжелый проект был реализован в очень сжатые сроки и без накладок. Но сейчас нужен закон о центральном депозитарии. Мне кажется, процесс застопорился, хотя мне непонятно, в чьих интересах тормозить принятие такого закона. Тем досаднее промедление.

Незавершенность учетно-расчетной системы — основная проблема нынешней инфраструктуры фондового рынка.

— Как Вы относитесь к новости о предстоящем объединении ММВБ и РТС?

— И ММВБ, и РТС достаточно продвинуты, они оказывают до известной степени не пересекающиеся услуги, все это правильно и хорошо. Но, следя за новостями, касавшимися объединения бирж, я долгое время ощущала дискомфорт. Потому что эти новости исходили только от одной стороны. Комментируя ход событий, я много раз повторяла, что здесь только одна проблема, но она ключевая: к объединению должны стремиться акционеры обеих бирж, а не одной. Иначе ничего не получится: и люди разбегутся, и технологии устареют. Акционеры непременно должны прийти к согласию по поводу того, какой они хотят видеть объединенную биржу.

Новость об объединении для меня, конечно, не очень нова, и я воспринимаю ее положительно, но это ведь еще только начало пути. Объединение еще нужно провести. Для этого придется проделать массу юридических действий, договориться о процедурах во всех подробностях. И еще более важно сохранить бизнес обеих бирж. Чтобы работали люди, чтобы появлялись новые продукты. Нет возможности останавливать биржевые процессы даже на один день. Потому что все ценнобумажные активы страны торгуются именно на этих двух площадках, и сегодня это существенно, причем даже в мировых масштабах.

Так что сама по себе новость положительная, я за нее голосовала. Но впереди много работы.

Кроме того, я бы хотела, чтобы было все то же самое плюс центральный депозитарий. Чтобы российский депозитарий был признан соответствующим требованиям всех замучившего Правила 17f-7 Комиссии по ценным бумагам США (которое, конечно же, абсолютно справедливо). И чтобы в итоге американский институциональный инвестор получил право оперировать своими ценными бумагами через российскую инфраструктуру. Чтобы мы при проведении приватизации даже не задумывались о выходе через Лондон или другую западную биржу, а получали ликвидность со всего мира у себя.

Ни при какой другой конфигурации международного финансового центра в России быть не может. Ведь кому сейчас запрещено работать через НРД? Самым качественным инвесторам с «длинными» деньгами.

Решение вопроса о центральном депозитарии — сейчас самое главное. Потому что Восток не спит: есть, например, Гонконг. Должна сказать, что, когда наши проблемы с инфраструктурой будут решены, западному инвестору станет комфортнее работать через Россию, нежели через Гонконг. Больше ментального сходства, налоговая система более сбалансирована, правила понятнее.

Но ведь время нас поджимает. Может быть, регулятор рынка должен более активно стимулировать процесс создания центрального депозитария.

— Тем более теперь наш регулятор должен усилиться: к ФСФР присоединяют Росстрахнадзор (а не наоборот, как объявляли первоначально).

— Ну, знаете, если бы ФСФР присоединили к ФССН, то это было бы уж слишком экзотично. *(Смеется.)* Конечно, страховой рынок — это серьезно. Но все-таки это лишь институциональный инвестор. И только. Тогда как фондовый рынок — это и профессиональные участники, и инвесторы, и эмитенты.

Но самое главное — это правила и регламенты. А в каком порядке стулья переставлять, не так важно. Главное — чтобы было хорошее регулирование с большими полномочиями и, что важно, с квалифицированным персоналом. Ведь сегодня проблемы с персоналом есть не только в крупных финансовых учреждениях, но и в государственных органах. Может быть, платят в госорганах сейчас и лучше, но ведь с неба-то обученные люди не падают.

— Кажется, у работников Федеральной службы по финансовым рынкам не самые высокие зарплаты.

— Не обсуждаю чужие зарплаты. Я много лет проработала в Минфине, а на нем в первые 15 лет перестройки лежало все. При этом там были низкие зарплаты и пустые закрома. Обманутые вкладчики годами дежурили у подъездов. Как следствие, минимум 50% рабочих мест было вакантно. Но мы хорошо понимали: человек идет в государственные органы делать карьеру. Если папа с мамой могут отправить тебя в Гарвард, чтобы ты там получил хорошее образование и потом сделал карьеру, то это один разговор. Если папа с мамой этого сделать не могут, то надо получать квалификацию и рабочие навыки в другом месте. Для этого во всем мире идут работать в государственные органы. Поэтому государство и платит работникам меньше. Ведь чиновник не берет на себя коммерческие риски.

На государственной службе мотивация немного другая: человек хочет себя проявить, сделать карьеру, хочет, в конце концов, реализовать большие проекты. Все так и должно быть.

С 1990 по 2004 г. (когда я работала в Министерстве финансов уже при этой власти) у меня было достаточно много заместителей. Потому что никто не мог себе позволить работать в министерстве долго, всем нужно было кормить семью. Но зато потом все мои замы сделали очень хорошую карьеру. Потому что здесь они научились работать. Работать!

Финансы — особая специальность. Она предполагает, что каждый день ты должен узнавать что-то новое. На финансовом рынке нет такого человека, который если уж стал начальником, то будет им всегда. На финансовом рынке так: пусть сегодня ты лучше всех, но если не учишься новому каждый день, то уже завтра начинаешь отставать. А через два года отставание станет безнадежным.

На финансовом рынке пустяков не бывает! ■

Призрак документа

Екатерина Демушкина
Заместитель Председателя
Правления НКО ЗАО НРД

Пока рыночное сообщество увлеченно обсуждает проблемы построения МФЦ в стремлении заложить собственный кирпичик в фундамент будущего здания, один из краеугольных камней может невзначай выпасть из этого фундамента.

В тексте изменений в первую часть Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ), размещенном на сайте Центра частного права при Президенте РФ, указаны изменения в ст. 128. В частности, в данную статью внесена часть вторая следующего содержания: *«К безналичным денежным средствам и бездокументарным ценным бумагам применяются правила об обязательствах, если иное не установлено законом, иными правовыми актами или не вытекает из существа названных объектов гражданских прав».*

Казалось бы, эта тема из давно ушедших 90-х, когда дискуссии о природе бездокументарных[1] ценных бумаг велись особенно ожесточенно[2]. Итогом этих дискуссий стало решительное размежевание господствующей в доктрине российского гражданского законодательства точки зрения, что безналичные ценные бумаги не могут являться объектом вещных прав, и специального законодательства, а также сложившейся правоприменительной практики, безусловно признающих такие ценные бумаги объектами права собственности и иных вещных прав. Более того, и нормы ГК РФ в действующей редакции сформулированы достаточно аккуратно для того, чтобы позволить сосуществовать этим антагонистическим точкам зрения каждой в своей нише.

Пикантность ситуации в том, что из «живых» документарных ценных бумаг на рынке обращаются, по сути, только векселя. При этом наиболее значимые для рынка виды ценных бумаг — акции и облигации — безналичные. Первые имеют бездокументарную форму выпуска и не могут выпускаться в виде документов, а облигации, как государственные, так и корпоративные, имеют документарную форму выпуска с обязательным централизованным хранением (т. е. с момента размещения обращаются в виде записей по счетам депо). Изменение ст. 128 ГК РФ с целью включения в нее господствующего в гражданско-правовой доктрине взгляда на бездокументарные ценные бумаги как объект обязательственных, а не вещных прав будет иметь существенный негативный эффект для гражданского оборота по следующим обстоятельствам.

1. Включение такого положения значительно усложнит достижение поставленной Президентом РФ и Правительством РФ цели формирования в России международного финансового центра. Существенным элементом формирования МФЦ является создание адекватной

[1] Автор предпочитает термин «безналичные» ценные бумаги, который, хотя и имеет бытовой оттенок, является универсальным для всех форм выпусков ценных бумаг, не имеющих материального носителя. К ним относятся как бездокументарные ценные бумаги, так и документарные ценные бумаги, иммобилизованные (обездвиженные) путем помещения их на хранение и учет в депозитарии и обращающиеся в дальнейшем так же, как бездокументарные ценные бумаги.

[2] Точка зрения автора по изложенной проблеме приведена, в частности, в монографии: Вопросы гражданского права в теории и практике обращения безналичных ценных бумаг. М.: ММВБ, 1999.

правовой среды, прозрачной и понятной для иностранного инвестора, международных расчетно-клиринговых организаций, центральных депозитариев, кастодианов.

Обеспечение в национальных юрисдикциях наличия бездокументарной формы ценных бумаг (или их иммобилизации с целью изменения наличной формы (документа) на запись по счету депо) является одним из требований к созданию систем расчетов по сделкам с ценными бумагами, отраженным в ряде документов Международного банка расчетов, Комитета по платежным и расчетным системам, IOSCO. При этом ценные бумаги рассматриваются как объект права собственности. Например, в докладе Международного банка расчетов «Оценка систем расчетов по сделкам с ценными бумагами в присоединяющихся государствах» (январь 2004 г.) указывается ряд стандартов, которым должны соответствовать системы расчетов по сделкам с ценными бумагами. Отмечено, в частности, что для выполнения Стандарта 1 «Правовая стабильность» право собственности бенефициара на ценные бумаги должно иметь имущественный характер, т. е. быть обеспеченным правовой санкцией не только в отношениях между сторонами (inter partes), но и в отношении третьего лица (erga omnes). В докладе обозначено, что почти все оцениваемые системы являются системами прямого владения, т. е. права на ценные бумаги существуют в бездокументарной или иммобилизованной форме в виде бухгалтерских записей в электронной системе. Некоторые также выполняют нотариальные функции. В ряде случаев существует юридическая неопределенность в отношении того, какая запись, к примеру, в случае неудачной сверки дает окончательное юридическое подтверждение права собственности.

2. Предлагаемая конструкция бездокументарных ценных бумаг как объектов обязательственных прав не основана на опыте других стран с континентальной системой права. Регулирование бездокументарных ценных бумаг, обращаемых в виде записей по счетам депо, признается в странах с континентальной системой права, в том числе в Германии (с господствующей моделью хранения глобального сертификата, оформляющего весь выпуск и не содержащего всех требуемых реквизитов именных ценных бумаг (в том числе имени владельцев), иммобилизованного при выпуске с последующим обращением ценных бумаг в виде записей по счетам депо). Предлагаемая конструкция не проистекает также из норм римского частного права.

3. Существующая правоприменительная, в частности судебная, практика свидетельствует о повсеместном признании бездокументарных ценных бумаг объектом права собственности, в том числе применении к спорам с такими бумагами норм, характерных для документарных ценных бумаг (например, ограничение виндикации). Таким образом, закрепление в законодательстве господствующей теоретической точки зрения может повлечь за собой революционные изменения правоприменительной практики. Это внесет хаос в гражданский оборот, поскольку предлагаемая конструкция обязательственной природы ценных бумаг оставляет открытым ряд теоретических вопросов и ставит под сомнение двойственную природу ценной бумаги (права «из» и права «на»): идет ли речь только о правах, вытекающих из бездокументарных ценных бумаг, или о каких-то обязательственных правах, возникающих из обязательственных правоотношений между правообладателем с одной стороны и реестродержателем или депозитарием с другой. (При этом какое место занимают права «из» ценной бумаги, являются ли они объектом указанных обязательственных правоотношений?)

В первом случае устраняется двойственная природа ценной бумаги. Необходимо ответить на два вопроса: 1) чем будут отличаться акции, например, от долей в обществах с ограниченной ответственностью, а облигации — от займа со множественностью лиц на стороне заимодавца; 2) какие последствия с учетом «обращения» и передачи прав по ценным бумагам это будет иметь для торговли на финансовом рынке, особенно организованном. Во втором случае потребуется определить, каким образом будет осуществляться смена правообладателя. Очевидно, что если права «на бумаги» рассматриваются как обязательственные правоотношения между учетным институтом (депозитарием, регистратором) и правообладателем, то исполнение обязательств по передаче ценных бумаг — на основании уступок требования по депозитарному договору (с передачей всей предшествующей документации, с внесением нового контрагента в карточки по счетам депо и т. п.). То есть при многомиллионных оборотах ценных бумаг каждый раз должен меняться депонент депозитария (или создаваться конструкция с множественностью лиц на стороне депонента), что, очевидно, нереализуемо с точки зрения технологии обращения ценных бумаг.

4. Придание бездокументарным ценным бумагам характера обязательственных прав со всей очевидностью должно привести к последствию уничтожения абсолютного характера прав на ценные бумаги, поскольку правоотношения, следуя этой концепции, будут иметь только характер относительных правоотношений, при этом неясно, между кем (очевидно, между депозитарием (регистратором) и правообладателем). Таким образом, все правообладатели бездокументарных ценных бумаг будут не собственниками, а лицами, имеющими права требования только по отношению к учетному институту, и в силу относительного характера обязательственных правоотношений на стороне обязанного субъекта будет выступать только учетный институт, а не неограниченный круг лиц (как при абсолютных вещных правоотношениях). Таким образом, принятие концепции, отвергающей возможность существования вещных прав на бездокументарные ценные бумаги, равносильно уничтожению основ, позволяющих функционировать современному финансовому рынку.

5. Изложенное практически в полной мере относится и к безналичным денежным средствам.

Учитывая изложенное, необходимо исключить из проекта часть вторую ст. 128, сохранив статус-кво в законодательстве и ограничив дискуссии о природе бездокументарных ценных бумаг сферой доктрины, но не законодательства. Или уже не строить МФЦ, вернуть всем ценным бумагам документарную форму, по пути решив проблему взаимодействия регистраторов и депозитариев, а заодно отключить все каналы электронной связи вместе с электричеством. ■

«Вэбовки»

Андрей Ремнев
Директор Депозитария Внешэкономбанка

Татьяна Ульянова
Заместитель начальника отдела организации депозитарного обслуживания Депозитария Внешэкономбанка

В конце 1980-х — начале 1990-х годов Правительством СССР был взят курс на либерализацию экономики (товарных рынков, валютного регулирования, внешнеэкономической деятельности). Были приняты решения, позволившие организациям, предприятиям и объединениям осуществлять внешнеэкономическую деятельность, в том числе и посредническую, без специальной регистрации. Банки, уполномоченные на ведение валютных операций, получили разрешение открывать счета всем юридическим лицам и гражданам. Основная масса расчетов советских организаций, связанных с внешней торговлей и другими видами внешнеэкономической деятельности, осуществлялась через Внешэкономбанк СССР.

Условия появления «вэбовок»

Принятые Правительством СССР в тот период меры, направленные на стабилизацию внутреннего рынка и привлечение в СССР иностранных инвестиций, оказались неэффективными. 1 января 1992 г. фактически произошел дефолт по внешним обязательствам СССР. Все валютные средства, поступившие на счета клиентов Внешэкономбанка до 1 января 1992 г., были заблокированы.

Дальнейшую судьбу Внешэкономбанка определил Президиум Верховного Совета Российской Федерации, опубликовав Постановление от 13.01.1992 № 2172-1 «О Банке внешнеэкономической деятельности СССР». Внешэкономбанк был сохранен и продолжил свою деятельность в качестве государственного специализированного банка. На него были возложены функции агента по обслуживанию внешнего долга и управлению активами бывшего СССР. Этим же документом Российская Федерация признала свое правопреемство по обязательствам бывшего СССР перед физическими лицами, российскими предприятиями, организациями и учреждениями, в том числе банками.

Правительству Российской Федерации совместно с Внешэкономбанком было поручено переоформить указанные обязательства перед российскими юридическими лицами в государственные облигации с номиналом в иностранной валюте. До переоформления обязательств было приостановлено использование валютных средств, зачисленных на счета предприятий, организаций, учреждений и банков во Внешэкономбанке СССР до 1 января 1992 г. Вопросы использования средств, поступивших во Внешэкономбанк для зачисления на валютные счета клиентов, являющихся резиден-

тами бывшего СССР (кроме Российской Федерации), до 1 января 1992 г., предполагалось решить после определения представителями государств — бывших республик СССР принципов раздела внутреннего и внешнего валютного долга. Обязательства перед физическими лицами были погашены путем выплаты денежных средств.

Таковы предпосылки появления в России *«вэбовки» — первой российской ценной бумаги в иностранной валюте.*

Сама идея выпуска ценных бумаг в иностранной валюте для внутреннего рынка интересна тем, что в условиях непрерывного падения курса рубля «вэбовка» даже при невысоком уровне текущей доходности в значительной степени защищала от инфляции. Форма выпуска ценной бумаги — предъявительская, документарная — обеспечивала «вэбовке» свободное обращение на вторичном рынке, а сравнительно небольшой минимальный номинал (1000 долл. США) давал возможность приобретать ее физическим лицам.

Эмиссия привлекательной для инвесторов ценной бумаги, простота ее обращения — факторы, благодаря которым «вэбовка» внесла весомый вклад в развитие российского рынка ценных бумаг. По сути, «вэбовка» стала основой формирования в России полноценного внебиржевого рынка ценных бумаг.

Для исполнения Постановления Президиума Верховного Совета Российской Федерации от 13.01.1992 № 2172-1 и в целях обеспечения условий, необходимых для урегулирования внутреннего валютного долга, Президентом Российской Федерации был подписан Указ от 07.12.1992 № 1565 «О мерах по урегулированию внутреннего валютного долга бывшего Союза ССР». Данным указом были определены основные параметры выпуска государственных облигаций в иностранной валюте:

- эмитент — Министерство финансов Российской Федерации;
- валюта облигационного займа — доллары США;
- процентная ставка — 3% годовых;
- срок погашения облигаций — от 1 года до 15 лет.

Минфину России совместно с Центральным банком Российской Федерации и Внешэкономбанком было поручено разработать и представить на утверждение в Правительство Российской Федерации подробные условия выпуска внутреннего государственного валютного облигационного займа с указанием сроков распределения облигаций среди юридических лиц — владельцев соответствующих валютных счетов. Указ Президента РФ от 07.12.1992 № 1565 утвердил Схему распределения облигаций Министерства финансов Российской Федерации по срокам и размерам их погашения среди юридических лиц — владельцев валютных счетов во Внешэкономбанке.

Расчет выпуска облигаций внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) был произведен исходя из остатков денежных средств, находящихся на валютных счетах клиентов Внешэкономбанка по состоянию на 1 января 1992 г. Общая сумма выпуска ОВГВЗ составила 7 885 000 000 долл. США[1].

Условия выпуска облигаций внутреннего государственного валютного займа были утверждены Постановлением Правительства Российской Федерации от 15.03.1993 № 222 «Об утверждении условий выпуска внутреннего государственного валютного облигационного займа». В качестве эмитента облигаций внутреннего государственного валютного займа (заемщика) выступило Министерство финансов Российской Федерации. Выпуск был датирован 14 мая 1993 г. Условия выпуска содержали следующие основные положения:

- форма выпуска — документарные ценные бумаги на предъявителя;
- неотъемлемой частью облигации является комплект купонов, количество которых определяется сроком погашения облигации;
- проценты по займу выплачиваются 1 раз в год 14 мая;
- сумма процентов рассчитывается на базе 360 дней в году, состоящем из 12 месяцев по 30 дней в каждом.

Сроки погашения облигаций по сериям:

- серия I — 14.05.1994;
- серия II — 14.05.1996;
- серия III — 14.05.1999;
- серия IV — 14.05.2003;
- серия V — 15.05.2008.

Заемщик выплачивает причитающиеся суммы основного долга и купонных процентов в долларах США. Доходы по облигациям выплачиваются держателю через основного платежного агента или дополнительных платежных агентов путем перевода соответствующей суммы в долларах США:

- для российских держателей облигаций — в российские уполномоченные банки;
- для иностранных держателей облигаций — в иностранные банки и их отделения.

Указанным постановлением были также утверждены сроки выдачи ОВГВЗ. Предполагалось осуществить распределение и выдачу облигаций клиентам в течение 75 рабочих дней с даты выпуска. В дальнейшем Постановлением Правительства Российской Федерации от 17.05.1993 № 454 сроки выдачи облигаций были перенесены на 14 сентября 1993 г.

В целом внутренний облигационный заем соответствовал принятым в мировой практике формам выпусков подобных займов. Основным отличием новых ценных бумаг стало то, что они не размещались свободно на рынке, а распределялись среди российских юридических лиц — клиентов Внешэкономбанка.

При переоформлении обязательств бывшего СССР перед российскими юридическими лицами по их валютным счетам во Внешэкономбанке в ОВГВЗ в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 07.12.1992 № 1565 не были учтены остатки средств российских юридических лиц на счетах в клиринговых, замкнутых и специальных валютах.

В целях обеспечения равных условий погашения внутреннего валютного долга перед российскими предприятиями и организациями — владельцами средств в клиринговых, замкнутых и специальных валютах было

[1] В соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 15.03.1993 № 222.

принято решение осуществить дополнительный выпуск ОВГВЗ. Для этого был подписан Указ Президента РФ от 31.01.1996 № 126 «О некоторых мерах по упорядочению работы с внешним и внутренним долгом Российской Федерации», а в дальнейшем в целях исполнения Указа было принято Постановление Правительства РФ от 04.03.1996 № 229 «О выпуске облигаций внутреннего государственного валютного облигационного займа».

Во исполнение этих нормативных документов Внешэкономбанк начал производить конвертацию средств в клиринговых, замкнутых и специальных валютах в доллары США с последующим зачислением на вновь открытые клиентам специальные валютные счета для переоформления в облигации внутреннего государственного валютного займа. Учитывая реальную покупательную способность клиринговых валют, коэффициент их пересчета в доллары США был установлен 5:1 для средств в клиринговых, замкнутых и специальных валютах развивающихся стран и Югославии и 10:1 для валют бывших социалистических стран. В результате дополнительной эмиссии был осуществлен выпуск ОВГВЗ II—V серий на сумму 1 550 000 долл. США и ОВГВЗ VI—VII серий со сроками погашения в 2006 и 2011 гг. соответственно на общую сумму 3 500 000 000 долл. США по 1 750 000 000 долл. США каждой серии. Для сохранения единой целостной системы учета государственных ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте, дополнительный выпуск облигаций был осуществлен в документарной форме ОВГВЗ, выпущенных в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 15.03.1993 № 222, с сохранением при этом единой системы нумерации облигаций. ОВГВЗ VI и VII серий были выпущены номиналом 10 000 и 100 000 долл. США. Таким образом, всего Министерство финансов Российской Федерации выпустило в обращение облигации на сумму 12,9 млрд долл. США с различными сроками погашения до 2011 г.

Организация первичного размещения и обслуживания

30 сентября 1993 г. между Минфином России и Внешэкономбанком было подписано Агентское соглашение, которым были определены следующие функции Внешэкономбанка по обслуживанию выпуска ОВГВЗ:

- выверка остатков валютных средств;
- распределение облигаций среди российских юридических лиц — владельцев блокированных валютных счетов во Внешэкономбанке;
- урегулирование платежных обязательств владельцев валютных средств перед Минфином России и Внешэкономбанком;
- выдача облигаций российским юридическим лицам — владельцам блокированных валютных счетов;
- организация и проведение оплаты купонов и погашение сумм основного долга по облигациям;
- организация обращения ОВГВЗ на вторичном рынке;
- осуществление операций с облигациями и проведение расчетов по заключенным с облигациями сделкам.

Для реализации задач по обслуживанию внутреннего государственного валютного займа во Внешэкономбанке было создано обособленное подразделение — Управление по обслуживанию внутреннего валютного долга (УОВВД), в состав которого входили отдел по урегулированию платежных обязательств и отдел оформления и учета операций с ценными бумагами. С сентября 1993 г. Внешэкономбанк приступил к выдаче ОВГВЗ своим клиентам.

Выдача облигаций производилась Внешэкономбанком в соответствии с протоколом № 10 от 14.09.1993 заседания Правительственной комиссии по государственному внешнему долгу и финансовым активам Российской Федерации после урегулирования владельцами соответствующих счетов своих платежных обязательств перед Министерством финансов РФ и Внешэкономбанком. Среди видов обязательств, подлежащих урегулированию, были просроченная задолженность по оплате векселей, гарантий и инкассо. Основными должниками по данным видам обязательств являлись внешнеторговые объединения, производившие закупки по импорту в счет централизованных средств по решению Правительства СССР и РФ.

Для получения облигаций клиенты после урегулирования платежных обязательств перед Минфином России и Внешэкономбанком обязаны были предоставить во Внешэкономбанк:

- заявление на выдачу облигаций;
- доверенность на получение облигаций;
- документ, удостоверяющий личность представителя клиента.

При условии правильного оформления необходимых документов, а также при соответствии остатка средств, указанного клиентом, учетным данным Внешэкономбанка на второй рабочий день клиент мог получить причитающиеся ему облигации.

При наличии отдельного соглашения между клиентом и Внешэкономбанком ОВГВЗ могли быть оставлены во Внешэкономбанке на ответственное хранение. Для этих целей во Внешэкономбанке была разработана типовая форма соглашения по открытию и ведению счета ответственного хранения ценных бумаг. Однако в 1994—1998 гг. в связи с ориентацией Внешэкономбанка на завершение расчетов по внутреннему валютному долгу услуги по хранению ОВГВЗ, а также иных ценных бумаг во Внешэкономбанке не развивались. В связи с этим до 1999 г. Внешэкономбанк в части обслуживания ОВГВЗ выполнял в основном функцию уполномоченного агента Минфина России по данным ценным бумагам. И только после создания в 1999 г. Депозитария Внешэкономбанка услуги по учету/хранению ОВГВЗ, в том числе расчеты по операциям с ними, включая сделки с клиентами других депозитариев, а также залоговые и иные операции стали предоставляться Внешэкономбанком в полном объеме.

17 июня 1996 г. Внешэкономбанк начал производить выдачу ОВГВЗ в счет остатков средств в клиринговых, замкнутых и специальных валютах по мере поступления заявлений клиентов и урегулирования различного вида задолженностей.

Для завершения расчетов по блокированным счетам, остатки средств на которых составляли менее 1000 долл.

США (минимальный номинал ОВГВЗ), Министерством финансов Российской Федерации было выделено соответствующее валютное покрытие. На основании письма клиента остаток средств в сумме менее 1000 долл. США перечислялся Внешэкономбанком на текущий валютный счет клиента в российском банке.

В начале 1994 г. число держателей облигаций достигло примерно 10 000, и наблюдалась тенденция к росту их числа. Для поддержания оперативности расчетов по погашению и оплате купонов по ОВГВЗ возникла необходимость назначения дополнительных платежных агентов. В результате ряд российских коммерческих банков (Альфа-Банк, Банк «Столичный», Банк «Российский кредит» и др.) с апреля 1994 г. стали выполнять функции дополнительных платежных агентов по обслуживанию ОВГВЗ. Их общее число достигало 24. Институт платежных агентов просуществовал до банковского кризиса 1998 г. В дальнейшем функции дополнительных платежных агентов выполняли только Внешторгбанк и Сбербанк России исключительно в основной платежный период с даты приема облигаций для совершения платежа сроком 14 мая каждого года.

В соответствии с условиями выпуска ОВГВЗ погашение облигаций и купонов производилось Внешэкономбанком и коммерческими банками — дополнительными платежными агентами (в период их действия) только после проверки подлинности и платежности облигаций.

Испорченные ОВГВЗ принимались Внешэкономбанком от держателей облигаций для проведения экспертизы с целью определения возможности их дальнейшего обращения или необходимости замены на новые. В зависимости от состояния ценной бумаги экспертной комиссией могли быть приняты решения об оплате облигации или о ее замене.

Облигации, по которым имелись решения органов прокуратуры, следствия и судебных органов о наложении ареста или о запрете на проведение операций с ними, оплате не подлежали, а облигации, по которым объявлен розыск, но предписаний об аресте облигаций не имелось, подлежали оплате с одновременным уведомлением об их местонахождении правоохранительного органа, объявившего их в розыск.

Поначалу вопросы валютного регулирования в связи с эмиссией ОВГВЗ, номинированных в долларах США, не возникали. Однако необходимость их решения назрела довольно быстро, поэтому было выпущено Письмо Банка России от 13.04.1994 № 87 «О порядке осуществления на территории Российской Федерации операций с облигациями внутреннего государственного валютного облигационного займа», действующее до вступления в силу Федерального закона от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле». Установленный в упомянутом письме Центрального банка РФ порядок предусматривал следующее:

- ОВГВЗ могут обращаться на территории Российской Федерации без специальных разрешений Банка России.
- Вывоз ОВГВЗ за пределы РФ не допускается.
- Денежные обязательства, возникающие в процессе обращения облигаций, выражаются в безналичной форме, как в рублях, так и в иностранной валюте.
- Доход по облигациям выплачивается в долларах США.
- Владельцы облигаций могут передать их на хранение в уполномоченные банки Российской Федерации, выступающие в качестве депозитариев. Нерезиденты не могут выполнять функции депозитариев облигаций.

После вступления в силу Федерального закона от 10.12.2003 № 173 ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» Письмо Банка России от 13.04.1994 № 87 утратило силу. В соответствии с новым законом ОВГВЗ стали относиться к категории внешних ценных бумаг, а операции с ними регулироваться положениями закона. ■

Окончание следует.

Новости

Наблюдательный совет НКО ЗАО НРД сформировал списки кандидатур в органы управления и утвердил новые тарифы на обслуживание РДР

25 марта 2011 г. состоялось заседание Наблюдательного совета НКО ЗАО НРД, который принял решение созвать и провести годовое Общее собрание акционеров НКО ЗАО НРД 26 апреля 2011 г., утвердил повестку дня собрания и рассмотрел другие вопросы, связанные с его подготовкой и проведением.

По итогам заседаний Наблюдательного совета НКО ЗАО НРД 17 февраля и 25 марта 2011 г. сформирован список кандидатур для голосования по выборам в Наблюдательный совет НКО ЗАО НРД на годовом Общем собрании акционеров НКО ЗАО НРД в 2011 г. Со списком можно ознакомиться на сайте НРД www.nsd.ru.

Наблюдательный совет НКО ЗАО НРД выдвинул кандидатуру **Астанина Эдди Владимировича** для голосования по назначению Председателя Правления НКО ЗАО НРД на годовом Общем собрании акционеров НКО ЗАО НРД в 2011 г.

Наблюдательный совет НКО ЗАО НРД принял решение прекратить с 1 июля 2011 г. маркетинговый период обслуживания НРД российских депозитарных расписок. Новые ставки ежемесячной платы за услуги по хранению российских депозитарных расписок и/или учету прав на российские депозитарные расписки будут соответствовать стандартным тарифам НРД, применяющимся в настоящее время для начисления платы за услуги по хранению и/или учету прав на акции российских эмитентов и инвентарные операции с акциями российских эмитентов.

Полный текст документа «Тарифы оплаты депозитарных услуг НКО ЗАО НРД» размещен на сайте НРД. ■

Роль стимулирования инвестиций в программах формирования МФЦ

Юрий Данилов
Директор Фонда «Центр развития фондового рынка», заведующий кафедрой финансов Международного университета в Москве, председатель попечительского совета Института посткризисного мира, канд. экон. наук

Формирование в России на базе отечественного финансового рынка международного финансового центра (МФЦ) одновременно является и задачей-максимум, и задачей-минимум. С формированием МФЦ Россия получит значительные преимущества в глобальной современной конкуренции. Неудача в данной области практически автоматически ведет к постепенному перемещению финансовых капиталов, активов и операций за пределы российской юрисдикции и означает исчезновение внутреннего финансового рынка.

В процессе подготовки национальных концепций развития финансового рынка и формирования на его основе МФЦ были выявлены три основных признака МФЦ. Необходимыми условиями формирования МФЦ являются, во-первых, концентрация капитала (концентрация инвестиционного спроса и, соответственно, инвестиционных ресурсов); во-вторых, концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг); в-третьих, концентрация инструментов (концентрация финансовых активов)[1].

Концентрация инвестиционного спроса является важнейшим условием (признаком) формирования МФЦ. Поэтому стимулирование инвестиций должно стать важнейшей частью национальных стратегий, нацеленных на формирование в России МФЦ.

Из чего складывается такое стимулирование? Для начала рассмотрим опыт зарубежных стран, добившихся наибольших успехов в развитии своих национальных финансовых рынков до уровня МФЦ — уровня, адекватного современному состоянию глобализации и секьюритизации.

Мировой опыт реализации успешных государственных программ формирования МФЦ

Строго говоря, понятие международного финансового центра появилось относительно недавно, в середине 2000-х годов, поэтому в государственных программах более раннего периода этот термин не употреблялся либо использовался не столь интенсивно, как в последние 5—6 лет. Тем не менее это не отменяет природы данных государственных программ развития национальных финансовых рынков, которые нацелены на повышение эф-

[1] Впервые опубликовано в промежуточной версии доклада «Идеальная модель фондового рынка РФ» в 2006 г. Итоговая версия: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008.

фективности рынков и увеличение их доли в рамках мирового финансового рынка. Так или иначе, все успешные программы модернизации национальных финансовых систем были направлены на повышение их глобальной конкурентоспособности, на победу в глобальной конкуренции стран.

Первая из таких программ была принята в **Германии** в 1992 г. Ее разработка и принятие были вызваны устойчивым снижением доли Германии по мере активизации развития мирового небанковского финансового рынка. Основными направлениями данной программы стали:

- снижение операционных издержек;
- либерализация налоговых и правовых условий;
- централизация рынков, ускоренное введение новых технических систем и технологий торгов;
- повышение прозрачности;
- снижение инвестиционных рисков, в первую очередь за счет повышения эффективности пруденциального надзора и борьбы с манипулированием и инсайдом, гармонизации законодательства и расширения срочных рынков.

Следующая программа была разработана и реализована в **Гонконге** в целях создания современного финансового сектора в стране. Она называлась «Реформа регулирования финансового сектора Гонконга» и действовала с 1994 по 2000 г. Основными направлениями этой реформы стали:

- реформа торговой инфраструктуры, в том числе интеграция торговый площадок через создание единого холдинга и отделение функций организации торговли от фронт-лайн регулирования;
- реализация политики «открытой экономики»;
- защита интересов инвесторов, в том числе за счет установления высокого минимально допустимого размера free float (25%) для листинга и реализации специальной Программы защиты инвесторов;
- реализация политики обеспечения адекватной финансовой отчетности: GAAP Гонконга соответствуют МСФО (кроме 1 стандарта); создание Совета по вопросам финансовой отчетности (FRC), в том числе проводящего расследования нарушений со стороны аудиторов;
- стимулирование притока средств в инвестиционные фонды.

В 2000-е годы процесс разработки и реализации программ, нацеленных на формирование МФЦ, резко активизировался в различных странах, особенно в странах с развивающимися финансовыми рынками. Однако далеко не все эти программы стали успешными. Наиболее успешными среди них можно назвать программы, реализованные в Китае и Корее.

Реформа фондового рынка **Китая** 2004—2006 гг., получившая в соответствии с местной партийной традицией неформальное наименование «Девять рекомендаций», предусматривала следующие основные направления:

- реформу системы владения акциями, либерализацию иностранных инвестиций в акции, в том числе введение возможности быть стратегическими инвесторами;
- реформу не обращающихся на рынке акций;
- новое корпоративное законодательство;
- новые стандарты финансовой отчетности;
- создание Фонда защиты инвесторов;
- реализацию ряда стимулирующих программ, важнейшими из которых стали программа стимулирования IPO, программа стимулирования инвестиций населения и программа стимулирования развития финансовых организаций.

Программа создания МФЦ в **Республике Корея** была принята в 2006 г. Она была достаточно четко структурирована и в качестве 5 основных направлений предполагала:

- принятие закона об объединении рынков капитала (Capital Markets Consolidation Act), вступившего в силу в 2009 г.;
- развитие рынка облигаций;
- полную либерализацию валютных операций (с 2009 г.);
- принятие закона о Центре международных финансов (Financial Hub Act), в соответствии с которым создается Центр по оказанию международных финансовых услуг (International Financial Services Center), помогающий корейским финансовым компаниям при выходе на международные финансовые рынки и зарубежным компаниям при выходе на корейский рынок; оказывающий информационную поддержку финансовым институтам; способствующий развитию бизнеса по управлению активами.
- подготовку специалистов по финансовым вопросам международного уровня.

В 2009 г. в **Индии** завершена работа над еще одной национальной программой формирования МФЦ, которая имеет очень большие шансы стать успешной, — «Сотня малых шагов». Данная программа подготовлена под руководством выдающегося экономиста современности Рагхурама Раджана и является наиболее комплексной из всех аналогичных программ, охватывающей не только проблемы собственно финансового сектора, но и вопросы проведения макроэкономической политики, наиболее благоприятной для национального финансового сектора. Столь обширная программа заслуживает отдельного разговора. Однако, учитывая, что судить о ее результатах пока рано, мы в настоящей статье рассматривать ее не будем.

Проанализировав мировой опыт реализации успешных государственных программ формирования МФЦ, хотелось бы обратить особое внимание на те факторы, которые оказывают, по мнению разработчиков этих программ, наибольшее влияние на рост инвестиций, т. е. на создание важнейшего признака МФЦ. В разных странах обращали внимание на различные факторы роста инвестиционного спроса (см. таблицу).

Использование положительного зарубежного опыта крайне важно для разработки эффективных национальных программ развития финансового рынка с целью формирования МФЦ. Однако не менее важно учитывать национальные особенности и ограничения.

Учет национальных ограничений при разработке программ формирования МФЦ

В настоящее время проводится активная работа по корректировке стратегических программ социально-

Факторы роста инвестиций, на которые предполагалось оказать влияние в рамках наиболее успешных программ формирования МФЦ

Показатель	Германия	Гонконг	Китай	Корея
Снижение трансакционных издержек инвесторов	+		+	
Снижение налогов или либерализация налогообложения	+			
Либерализация валютных операций и иностранных инвестиций		+	+	+
Централизация рынков	+	+		+
Специальные программы защиты интересов инвесторов	+	+	+	
Повышение прозрачности	+			
Адекватность финансовой отчетности		+	+	
Стимулирование инвестиций населения и/или развития институтов коллективных инвестиций		+	+	
Стимулирование отдельных сегментов рынка				+

экономического развития России. Автор является участником двух из 21 созданной экспертной группы, в том числе экспертной группы «Развитие финансового и банковского сектора». Работа в этой экспертной группе позволяет более четко определить те ограничения, которые препятствуют развитию российского финансового рынка, и наметить основные пути их преодоления. В настоящей статье сосредоточимся на проблемах, препятствующих росту инвестиций в российском финансовом секторе.

Отечественный финансовый рынок недостаточно эффективно выполняет свои макроэкономические функции, прежде всего в части предоставления долгосрочных ресурсов реальному сектору.

Основные причины этого, наиболее ярко проявившиеся в период кризиса 2008 г., следующие:

• главная: отсутствие долгосрочного внутреннего инвестора (низкая доля долгосрочных инвесторов в структуре клиентов финансовых организаций);

• как следствие, дефицит собственного капитала в корпоративном секторе, включая финансовый и нефинансовый секторы, создающий ограничения для безопасного привлечения долгового финансирования (т. е. повышающий риски инвестирования);

• дефицит доверия на рынке, являющийся следствием низкой капитализации российских финансовых организаций; низкого уровня риск-менеджмента в финансовых организациях; дефицита технологий совершения и исполнения сделок, сочетающих высокий уровень надежности и низкие трансакционные издержки;

• низкое качество оборота российских финансовых инструментов, в том числе высокая доля сделок с повышенным уровнем риска (доля сделок РЕПО на ММВБ опять зашкалила за 60%, ее дополняют маржинальные сделки и сделки без покрытия); резкий рост волатильности рынка в периоды нестабильности, являющийся следствием низкой ликвидности большинства финансовых инструментов и снижения доли акций в свободном обращении, наблюдавшегося в последние годы и усилившегося в результате государственной поддержки фондового рынка в период острой фазы кризиса 2008 г.

Ко всему этому добавляется внешняя угроза: в кризисные 2008—2009 гг. Россия ухудшила свои конкурентные позиции на глобальном рынке. Китай практически сформировался как новый крупный МФЦ. Россия ощутимо проигрывает также Индии и Бразилии.

Предвыборный период в России выявил еще одну опасность: в попытке перераспределить полномочия по регулированию финансового рынка Минфин предлагает заведомо ущербную конструкцию организации финансового регулирования, полностью противоречащую мировому опыту.

В части стимулирования инвестиционного спроса важнейшими источниками инвестиционных ресурсов, в отношении которых необходимо проводить адресную политику, являются средства населения и иностранных инвесторов[2].

Для увеличения притока средств населения на рынки капитала наиболее эффективными мерами могут стать:

1) налоговое стимулирование;

2) создание института индивидуальных сберегательных счетов граждан, предназначенных для аккумулирования их частных пенсионных накоплений;

3) введение института инвестиционного консультанта в целях продвижения финансовых инвестиционных услуг населению и повышения их качества;

4) повышение уровня защиты граждан на фондовом рынке, в том числе введение обязательного членства в саморегулируемых организациях для компаний, оказывающих услуги неквалифицированным инвесторам; создание национальной компенсационной системы (системы компенсационных фондов) для защиты от неправомерного лишения граждан активов лицензированными финансовыми организациями и от банкротства;

5) реализация программ повышения финансовой грамотности населения;

6) предложение специально ориентированных на население инструментов. В настоящее время физические лица лишены возможности эффективно инвестировать

[2] Более подробное обоснование данного тезиса см. в докладе «Структурная модернизация финансовой системы России» (М.: ИНСОР, 2010), подготовленного для Президента России.

в золото и другие драгоценные металлы, в иностранные финансовые инструменты, в товарные активы. Секьюритизация этих активов в формах, удобных для мелких инвестиций, может способствовать вовлечению в финансовые операции большого количества граждан как частных инвесторов;

7) закрепление доли акций, продаваемых населению в ходе размещения акций корпораций с государственным участием, в том числе в процессе приватизации.

Увеличение притока иностранных инвестиций — задача значительно более сложная. Наряду с целым рядом достаточно очевидных предложений по совершенствованию рыночной инфраструктуры и институтов финансового посредничества[3] необходимо также существенно улучшить инвестиционный климат.

В этой связи особенно важным представляется единство цели формирования МФЦ в России и целей более высокого уровня — целей модернизации.

Источники финансовых ресурсов для модернизации

Как для формирования МФЦ в России, так и для модернизации в целом одних лишь внутренних инвестиционных ресурсов мало.

Инвестиции населения (осуществляемые в том числе через институты коллективных инвестиций и пенсионные институты) в целом недостаточны. Их значительное увеличение (что предлагается некоторыми малограмотными депутатами и журналистами) возможно только при снижении потребления. Инвестиции населения имеют значительные структурные дисбалансы, серьезно ограничивающие объем средств, которые могут быть использованы для целей финансирования модернизации. В перспективе и при условии преодоления структурных дисбалансов инвестиции населения достаточны для умеренного (не более 3% в год) сбалансированного роста экономики, но заведомо недостаточны для модернизации. Однако их умеренное увеличение (за счет изменения структуры расходов населения и увеличения доли населения, инвестирующего на финансовом рынке) — обязательное условие притока консервативных иностранных инвестиций.

Инвестиции нефинансовых предприятий также заведомо недостаточны для модернизации. При условии оптимизации их использования (в том числе ликвидации оттока капитала) они могут быть достаточны лишь для минимального расширенного воспроизводства с низкими темпами роста (в пределах 1% в год).

Государственные инвестиции сегодня весьма крупные, но в среднесрочной перспективе недостаточны. Они неэффективны в качестве источника для инвестиций, но могут быть значимы как инструмент страхования частных инвестиций (за счет создания национальной гарантийной и компенсационной систем).

Иностранные инвестиции — потенциально неограниченный источник, который можно задействовать только при условии кардинального повышения эффективности государства и улучшения инвестиционного климата, отказе от идеологии самоизоляции. Обязательное условие — превращение национального финансового рынка в МФЦ.

Таким образом, без обретения национальным финансовым рынком формы МФЦ модернизация невозможна.

Неизбежность формирования эффективного финансового рынка, открытого для иностранных инвесторов в рамках национальной программы модернизации, основанной на иностранном капитале как самом крупном источнике финансирования модернизации, подтверждается мировой историей наиболее значимых модернизаций последних 120 лет.

Модернизация — это всегда нестационарное развитие, предполагающее определенный рывок из прошлого в будущее. Поэтому она всегда требует изыскания более крупных ресурсов, которые в режиме стационарного развития не привлекаются. Где же брали их страны на модернизацию в течение последних 120 лет?

Мы выделили 10 наиболее крупных экономических модернизаций этого периода:

- российская модернизация 1890—1913 гг.;
- гитлеровская модернизация Германии;
- сталинская модернизация СССР;
- немецкое экономическое чудо 1948—1972 гг.;
- японское экономическое чудо 1950—1972 гг.;
- развитие депрессивных районов во Франции, Италии, Великобритании в 60-70-е годы XX в.;
- модернизации в странах Юго-Восточной Азии («азиатские тигры» — Корея, Гонконг, Тайвань, Сингапур);
- китайское экономическое чудо с 1978 г. по настоящее время;
- «Кельтская модернизация» Ирландии 1994—2007 гг.;
- индийская модернизация 2000-х годов.

Из перечисленных модернизаций 8 (т. е. все, реализованные в рамках нетоталитарных обществ) в качестве главного финансового источника предполагали иностранные инвестиции. Среди них в 5 случаях (российская модернизация 1890—1913 гг., немецкое экономическое чудо 1948—1972 гг., модернизации в странах Юго-Восточной Азии, китайское экономическое чудо и индийская модернизация 2000-х годов) особенно высока была доля и роль прямых иностранных инвестиций (ПИИ).

Здесь нужно сделать замечание относительно особого пути Китая. На первых этапах китайских реформ (названных в декабре 1978 г. «социалистической модернизацией») иностранные инвестиции не привлекались. Но с началом приватизации (с 1984 г.) началось привлечение иностранных инвестиций[4]. В 1990-е годы прямые иностранные инвестиции стали в Китае основным ресурсом модернизации.

---

[3] Перечень таких мер приведен в докладе: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). М.: НАУФОР, 2008.

[4] Дэн Сяопин: «Мы приветствуем у себя иностранный капитал и достижения передовой зарубежной техники» (*Дэн Сяопин.* О строительстве социализма с китайской спецификой. 30 июня 1984 г. // Дэн Сяопин. Основные вопросы современного Китая. М.: ИПЛ, 1988).

Опыт проведенных крупнейших модернизаций однозначно свидетельствует о том, что привлечение иностранных инвестиций — обязательное условие проведения модернизации. При этом в полной мере успешными могут считаться только те модернизации, в которых ведущую роль играли ПИИ. Во всех других случаях наблюдались те или иные негативные последствия «модернизационного рывка». Такие последствия можно классифицировать следующим образом:

- резкое увеличение долгового бремени на государство (Япония, отчасти Италия) или на корпоративный сектор (Ирландия), приводящее к последующему торможению развития и повышению финансовой неустойчивости;
- сокращение объемов потребления населения (Россия в сталинской модернизации);
- технологическое отставание.

Подводя итоги

К сожалению, необходимо констатировать, что условия для формирования в России МФЦ, равно как и для старта модернизации, резко ухудшились в течение кризиса 2008—2009 гг. По темпам экономического роста Россия в период кризиса выпала из группы стран БРИК, уступила всем другим странам-партнерам по группе G20. Не в пользу России изменились глобальные инвестиционные потоки. Основные конкуренты России показали свои преимущества, в том числе более высокую устойчивость национальных рынков и экономики и более высокое качество государственного управления. Кризис значительно снизил вероятность формирования МФЦ в России, несмотря на то что привел к серьезному ускорению изменений в конфигурации глобальной конкуренции на рынке капитала.

В 2000-е годы наблюдается смена тенденции к концентрации ликвидности и финансовых операций в ограниченном числе крупнейших МФЦ тенденцией к потере своих конкурентных преимуществ большинством МФЦ в странах с развитыми финансовыми рынками и появлению реальных шансов сформировать МФЦ у целого ряда стран с развивающимися финансовыми рынками. До 2007 г. Россия в целом двигалась в русле повышения доли стран с развивающимися финансовыми рынками в глобальной ликвидности[5]. Однако в последние 2 года доля России в глобальной ликвидности имеет тенденцию к падению, и, как показывает более глубокий анализ, наша страна начала проигрывать своим прямым конкурентам на глобальном рынке капитала.

В отличие от других стран с развивающимися финансовыми рынками, Россия также не смогла восстановить свой рынок IPO. По итогам 2009 г. даже Польша показала больший объем привлечения капитала посредством IPO на внутреннем рынке, чем Россия, не говоря уже о Китае, Индии и Бразилии. Данные тенденции в целом сохранились и в 2010 г.

Но иного пути нет, и для того, чтобы обеспечить необходимый уровень национальной конкурентоспособности, требуется активная работа по привлечению инвестиций на российский финансовый рынок. Осознание этого уже пришло, результатом чего стало в том числе образование экспертных групп по важнейшим проблемам современного социально-экономического развития России. Если рекомендации научной элиты страны будут Правительством восприняты, мы имеем все шансы преодолеть то отставание от своих основных конкурентов на глобальном рынке капитала, которое обозначилось в ходе последнего кризиса. ■

[5] Именно этот фактор признается современной экономической наукой основным показателем глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка.

НРД поздравляет с днем рождения РОСБАНК и Банк Москвы

Уважаемые коллеги!

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

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

Благополучия и удачи!

Петр Хуснитдинов
Аспирант кафедры европейской интеграции Московского государственного института международных отношений (Университета) МИД России

Интеграция фондового рынка Европейского союза на примере рынка акций

Рынок акций еврозоны представлен 13 биржевыми площадками из стран-членов Евросоюза с общей капитализацией примерно 4,5 трлн евро и торговым оборотом почти 7 трлн долл. в год. Несмотря на значительные объемы, он все же существенно уступает по основным показателям американским и азиатским биржам. Так, например, только 3 из 13 площадок входят в топ-10 бирж в мире по уровню капитализации.

Сложившаяся ситуация не в последнюю очередь связана с финансовой культурой европейских компаний, предпочитающих размещению акций банковское, т. е. заемное, финансирование. Этим в том числе объясняется и более медленное развитие финансовых инноваций на рынке акций. Так, например, на сегодняшний день на фондовых площадках для акций компаний малой и средней капитализации присутствует только 607 компаний, что более чем в 2 раза меньше, чем на подобной площадке одной только Лондонской фондовой биржи (1254 компании). Биржи еврозоны также проигрывают и по привлечению новых эмитентов в пользу того же Лондона, Гонконга или Нью-Йорка. В кризисный 2009 г. на Deutsche Börse были размещены акции всего 2 зарубежных эмитентов, на NYSE Euronext — 5, тогда как в Лондоне — 26 компаний, а в Нью-Йорке — 36.

Серьезное отставание рынка акций еврозоны может быть во многом сокращено благодаря активному развитию интеграции этого рынка, что будет способствовать целому ряду положительных экономических трендов. Многое в этом направлении уже делается руководством Евросоюза и самими участниками, что позволило добиться значительного прогресса во всех аналитических аспектах создания единого финансово-интегрированного пространства в еврозоне: в правовом подходе, подходе «правила единой цены» и коммуникативном подходе[1].

Правовой подход

Несмотря на то что акции в еврозоне торгуются на разных биржевых площадках, развитие технологий уже давно позволило делать единый доступ сразу на несколько бирж. Некоторые брокерские дома Евросоюза предоставляют услугу «единого брокерского счета», с которого инвестор может купить акцию на одной бирже и продать ее на другой, если, конечно, эмитент котируется на обеих площадках. В России, например, такие технологии только начинают распространяться: крупнейший российский брокер ФИНАМ недавно стал предлагать своим клиентам единую платформу для доступа на 22 мировые фондовые биржи и 16 товарных бирж. У остальных российских брокеров из топ-10 таких предложений пока нет.

[1] Подробнее см.: *Хуснитдинов П. З.* Финансовая интеграция Европейского союза: подходы к определению // Финансы и кредит. 2010. № 15.

Кроме технологического фактора, упрощению доступа к рынку акций еврозоны также способствует активная деятельность бирж по слияниям и поглощениям. Только за последние несколько лет произошел ряд знаковых объединений. Так, например, панъевропейская биржа Euronext в 2000 г. объединила биржи Нидерландов, Бельгии и Франции. В 2002 г. к ним присоединилась биржа Португалии, а в 2007 г. Euronext была куплена NYSE. На этом процесс консолидации не остановился, и в конце 2008 г. NYSE Euronext начала переговоры о слиянии с Deutsche Börse, которые продолжаются до сих пор.

Или, к примеру, скандинавская OMX Group, которая была образована в 2003 г. путем объединения бирж Финляндии, Швеции, Латвии, Литвы и Эстонии. В 2005 г. новая группа поглотила биржу Дании, а в 2008 г. была продана американской NASDAQ и сменила название на NASDAQ OMX Group.

Не остается в стороне и Центральная Европа. В 2004 г. биржа Австрии приобрела контрольный пакет венгерской биржи, а спустя четыре года к ним присоединились биржи Словении и Чехии, в результате чего была образована CEE Stock Exchange Group.

Консолидация бирж еврозоны, очевидно, продолжится после окончательного спада кризисных настроений, так как на сегодняшний день независимыми остаются биржи 9 из 17 стран-членов еврозоны, а конкурировать с укрепляющими свои позиции соседями становится все сложнее.

Следующим фактором, существенно влияющим на расширение доступа к рынку акций, является активное развитие в Евросоюзе рынка коллективных инвестиций: паевые и акционные инвестиционные фонды, пенсионные фонды, пакетированные продукты доверительного управления и др. В отличие от России, где отношение суммы чистых активов инвестиционных фондов к ВВП составляет менее 0,3%, в Евросоюзе этот показатель достигает в разных странах от 9 до 70%. Благодаря институтам коллективных инвестиций индивидуальные инвесторы получают доступ к акциям различных фондовых площадок мира, в том числе и еврозоны. Так, итальянец из Милана может вложить средства в ПИФ индекса биржи Euronext, ПИФ акций второго эшелона Deutsche Börse или другой инструмент коллективного инвестирования, который позволит ему получить доступ к ценным бумагам эмитентов другой страны-члена еврозоны.

Наличие свободного доступа, однако, не означает равного регулирования в различных странах валютного союза. В отличие от межбанковского рынка, где правовое поле однородно и изменяется из единого центра, рынок акций еврозоны в этом вопросе пока остается разнородным. Безусловно, власти Евросоюза активно работают в данном направлении. Так, еще в рамках FSAP была принята Директива об информационной прозрачности эмитентов (Transparency Directive), Директива об инсайдерской торговле (Market Abuse Directive), Директива по надзору за компаниями, управляющими пенсионными фондами (Institutions for occupational retirement provision Directive), и многие другие. Тем не менее некоторые области регулирования остаются негармонизированными — например, такие важные, как налоговое и особенно надзорное законодательство.

Очевидно, что правовая гармонизация фондовых рынков будет только ускоряться, чтобы в том числе решить обозначенную проблему. Так, вероятно, становление финансово-интегрированного пространства потребует создания «фондового ЕЦБ», который будет осуществлять контроль за соблюдением прав инвесторов по всей территории еврозоны, вести через свои национальные представительства регистрацию выпусков ценных бумаг, выдавать лицензии профучастникам фондового рынка (управляющим компаниям, депозитариям, брокерам и др.), а главное — регулярно оценивать текущий уровень финансовых рисков и своевременно принимать адекватные меры для предотвращения новых кризисных явлений. Одной из функций нового наднационального образования, возможно, станет развитие правового поля, что значительно ускорит гармонизацию законодательства в сфере фондовых рынков, так как все инициативы будут исходить из единого центра.

К слову, подобные шаги уже готовятся руководством Евросоюза, которое планирует создать ряд органов финансового контроля. В частности, речь идет о возможном создании единого мегарегулятора финансовых рынков, который будет покрывать банковский, фондовый, страховой и другие сегменты.

Существенные отличия в национальном регулировании свидетельствуют о значительном с точки зрения правового подхода потенциале развития финансовой интеграции на рынке акций в странах-членах еврозоны. В отличие от правового подхода, выводы подхода «правила единой цены» более оптимистичны.

Подход «правила единой цены»

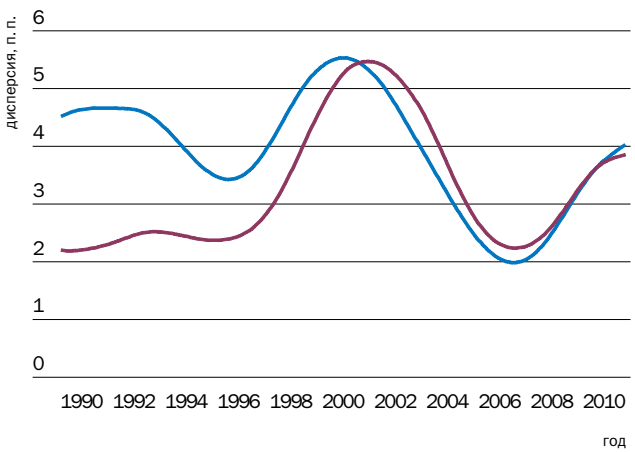
Как указывалось выше, цены на различные акции несопоставимы напрямую, а двух идентичных акций не существует в силу природы этого финансового инструмента. Данное обстоятельство накладывает определенные ограничения на анализ прогресса финансовой интеграции с точки зрения подхода «правила единой цены», так как прямые признаки ее развития исследовать не представляется возможным. Возникает необходимость изучения показателей, которые могут косвенно свидетельствовать о динамике финансовой интеграции. Среди наиболее значимых индикаторов можно отметить: во-первых, влияние на цену акций общерыночных факторов против факторов, связанных с деятельностью эмитентов; во-вторых, влияние на доходность портфеля акций географии эмитентов против их секторной принадлежности; в-третьих, влияние на цену акций шоков глобального значения против регионального и локального. Все эти группы индикаторов отражают вектор развития финансовой интеграции, так как соответствуют ее логике и легко интерпретируются.

Если рассматривать *первую группу индикаторов,* то ситуация демонстрирует успешное развитие финансовой интеграции. Так, проведение регрессионного анализа на основе динамики 4,051 акции[2]

[2] ECB. Financial Integration in Europe. April 2008. P. 34.

Рисунок 1

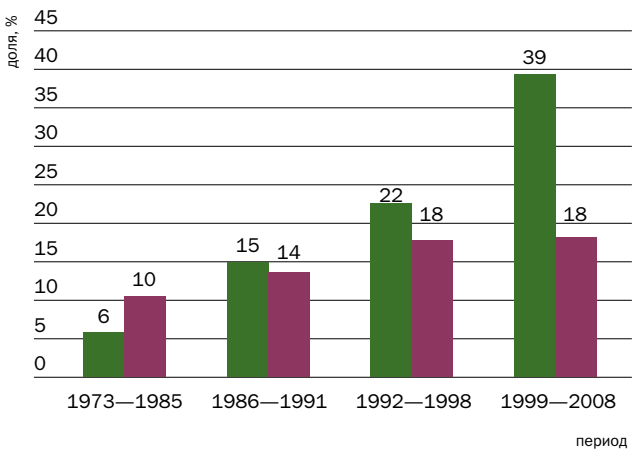
Динамика страновой и секторной дисперсии доходности акций в еврозоне



Источник: база данных ЕЦБ (http://sdw.ecb.europa.eu/).

Рисунок 2

Доля стандартного отклонения доходности акций, объясняемая шоками еврозоны и США



Источник: база данных ЕЦБ (http://sdw.ecb.europa.eu/).

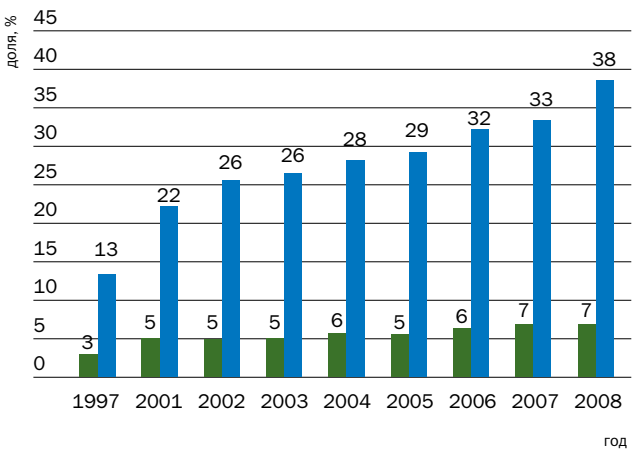
с целью выявления влияния на их стоимость общерыночных факторов и факторов, связанных с самими компаниями-эмитентами, показало, что факторы рынка ослабли с начала 1990-х годов и до начала кризиса в 2007 г. стабилизировались на уровне 16—17%. Другими словами, примерно 16—17%-ное изменение стоимости акций в еврозоне объяснялось общерыночными факторами, а не финансовой отчетностью компании, например. Подобная фиксация может говорить о достижении определенного минимума, характерного для данного этапа развития фондового рынка Евросоюза. С другой стороны, это может свидетельствовать о значительном потенциале увеличения его эффективности, так как на текущий момент цена бумаг отличается от условий финансовой интеграции: на них продолжают оказывать существенное влияние факторы, не связанные непосредственно с деятельностью самой компании. А значит, в каком-то смысле ценовые сигналы на рынке акций Евросоюза искажены и не позволяют инвесторам с максимальной выгодой размещать средства.

Вторая группа индикаторов указывает на положительный тренд развития финансовой интеграции. До середины 1990-х годов разброс доходностей по различным секторам экономики был несущественен (рис. 1). На порядок более значимый «ассортимент» доходностей наблюдался в инвестиционных портфелях, ориентированных на акции конкретной страны. Ситуация начала кардинальным образом изменяться с появлением большей ясности относительно ввода единой валюты. Уже с 1996 г. дисперсия доходностей стала активно возрастать, при этом секторная дисперсия увеличивалась значительно быстрее. На рынке постепенно стала меняться инвестиционная парадигма. Валютные преимущества той или иной страны исчезли, а значит, в этом вопросе многие портфели, сгруппированные по национальному признаку, стали похожи друг на друга по характеристикам доходности (особенно это касается менее крупных стран еврозоны, чем Франция, Германия и Италия). Постепенно утрачивает смысл создание страновых портфелей, так как многие из них перестали отличаться друг от друга. Инвесторы активнее переходили к секторному подходу, следовательно, все больше воспринимали ряд стран-членов еврозоны как единый рынок акций. С развитием кризиса дорогого евро в начале XXI в. доходности бумаг всей еврозоны снизились, что вызвало естественное сокращение их дисперсий. Однако важно, что секторная дисперсия остается выше страновой, правда, пока незначительно. Другими словами, в текущем десятилетии работа со средней секторной стратегией стала как минимум такой же выгодной, как и со средней страновой.

Более явные результаты показывает *третья группа индикаторов*. Так называемые шоки — один из значимых факторов, воздействующих на цену акций. Данный фактор часто отражает случайное развитие событий, от которых никто не застрахован, но которые имеют существенное влияние на фондовый рынок. Такими событиями могут выступать объявление о крупном межправительственном соглашении, дефолт известной компании, изменение налогового законодательства и др. Естественно, шоки могут поступать извне — с глобального рынка и из еврозоны, т. е. быть региональными или локальными по отношению к конкретной биржевой площадке. Как указывалось выше, с развитием финансовой интеграции влияние локальных и глобальных шоков должно сокращаться в пользу региональных. Другими словами, при идеальной интеграции возникновение локального шока либо моментально нейтрализуется финансовыми потоками из других стран-членов еврозоны, что возвращает цены на прежние уровни, либо оказывает воздействие на всю еврозону, а значит, уже имеет значимость регионального шока. В этом случае влияние локальных шоков возмож-

Рисунок 3

Доля акций эмитентов Евросоюза в портфеле инвесторов еврозоны и зарубежных инвесторов



Источник: база данных ЕЦБ (http://sdw.ecb.europa.eu/).

но свести к нулю. Напротив, абсолютная безопасность от глобальных шоков означала бы полную изоляцию европейского рынка акций от мирового, что в текущих условиях трудно представимо.

Оценивая шоки за период 1999—2008 гг. (рис. 2), можно заключить, что власти Евросоюза все же добились ощутимого прогресса, так как шоки глобального рынка оказались менее значимы для рынка акций еврозоны, чем шоки региональные. Однако более существенное наблюдение касается поступательного уменьшения роли локальных шоков. С 1998 г. их доля сократилась с 60 до 43% в пользу региональных шоков (доля шоков США, отражающих глобальные шоки, за этот период не изменилась), что свидетельствует о значительном прогрессе финансовой интеграции на рынке акций еврозоны. Тем не менее уровень в 43% пока что остается самым высоким среди трех видов шоков, следовательно, сохраняется существенный потенциал для дальнейшего развития процессов финансовой интеграции.

Результаты анализа всех трех групп индикаторов позволяют сделать вывод о сравнительно высоком уровне развития финансовой интеграции на рынке акций еврозоны с точки зрения подхода «правила единой цены». Безусловно, сохраняются определенные проблемы и препятствия для дальнейшего углубления интеграции, такие как, например, медленное избавление инвестиционного сообщества от стереотипов в отношении преимуществ странового подхода перед секторным. Мировой финансовый кризис также негативно сказался на интеграционных процессах, однако следует отметить, что эту своеобразную проверку на устойчивость финансовая интеграция прошла: доля локальных шоков продолжила снижаться, влияние общерыночных факторов выросло незначительно по сравнению с другими крупнейшими экономиками. Несмотря на достигнутые успехи, проведенный анализ свидетельствует о том, что еврозоне предстоит еще много сделать на пути к интеграции своего рынка акций. Этот же тезис подтверждается коммуникативным подходом.

Коммуникативный подход

Финансовыми коммуникациями на рынке акций выступают трансграничные владения бумагами. Чем выше объем таких владений, тем в большей степени национальные рынки акций стран-членов еврозоны переплетены друг с другом, тем больше ситуация на страновом рынке зависит от ситуации на рынке акций всей еврозоны и тем больше оснований говорить о едином финансовом пространстве, существующем по общим тенденциям и законам.

В целом коммуникативный подход, примененный к рынку акций еврозоны, указывает на предпочтение ее резидентов покупать акции стран-членов валютного союза, нежели акции компаний, котирующиеся на зарубежных биржевых площадках (рис. 3). Доля трансграничных владений акций из стран-членов еврозоны стабильно увеличивается и достигла примерно 40% в 2008 г., почти удвоившись за 7 лет. Безусловно, такие высокие цифры и положительная динамика свидетельствуют в пользу развитой финансовой интеграции, так как европейские инвесторы активно работают в странах-членах еврозоны и, видимо, не видят этому серьезных препятствий.

Однако, возможно, 40% — не такой значительный уровень для рынка акций. Так, согласно методу нормального распределения, доля портфеля, приходящаяся на инвестиции в акции отечественных компаний, должна составлять 28,1% для условий идеальной финансовой интеграции. Иначе говоря, на межстрановые владения должно приходиться около 70%, что действительно значительно превосходит показатель в 38%, достигнутый в 2008 г.

* * *

Проведенный анализ свидетельствует о значительном прогрессе в интеграции на фондовом рынке еврозоны, прежде всего на рынке акций. Подход «правила единой цены» иллюстрирует положительную динамику развития данного макроэкономического явления: с каждым годом разброс цен на аналогичные бумаги сокращается, а география играет все меньшую роль по сравнению с отраслевой принадлежностью инвестиций. Во многом успешное движение вперед также фиксируется и по коммуникативному подходу: объем трансграничных отношений собственности на бумаги растет. В целом поддерживает положительные выводы и правовой подход: поступательно идет гармонизация нормативного поля через директивы Политики Евросоюза в области финансовых услуг на 2005—2010 гг., а многочисленные процессы консолидации бирж, развитие института коллективных инвестиций, а также технологий открывают доступ к биржевым инструментам всем участникам рынка.

Конечно, для создания единого фондового рынка в странах-членах еврозоны потребуются еще годы, однако значительный путь уже пройден. ■

Регулирование фондового рынка: обзор основных изменений в российском законодательстве

Информация предоставлена
ЛИНИЯ ПРАВА
АДВОКАТСКОЕ БЮРО

Указ Президента РФ от 04.02.2011 № 270 «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации»

Указом Президента РФ Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР России) переданы функции регулятора на рынке страхования: Федеральная служба страхового надзора (ФССН), которая была подчинена Министерству финансов РФ, присоединена к Федеральной службе по финансовым рынкам; при этом ФСФР России по-прежнему остается в подчинении Правительству Российской Федерации. ФСФР России становится правопреемником ФССН, в том числе по обязательствам, возникшим в результате исполнения судебных решений, а также будет осуществлять все функции ФССН.

Указом Президента РФ Министерство финансов РФ наделено функциями по выработке и реализации государственной политики и нормативно-правовому регулированию финансовых рынков, а ФСФР России — полномочиями по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка Российской Федерации (за исключением банковской и аудиторской деятельности, что входит в функции Банка России и Минфина России соответственно).

Правительству РФ поручено в течение 2 месяцев распределить указанные функции между ведомствами, обеспечив внесение соответствующих изменений в положения о соответствующих федеральных органах исполнительной власти.

Вступление в силу: 04.03.2011.

Федеральная служба страхового надзора (ФССН), которая была подчинена Минфину России, присоединена к Федеральной службе по финансовым рынкам; при этом ФСФР России по-прежнему остается в подчинении Правительству Российской Федерации.

Приказ Банка России от 25.02.2011 № ОД-141 «О расчете рыночной стоимости ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России»

Согласно Положению № 5033 «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом (блокировкой) ценных бумаг», утвержденному Центральным банком РФ 29.08.2003, кредиты Банка России предоставляются банкам на условиях обеспеченности, срочности, возвратности и платности. Обеспечением кредитов Банка России является залог (блокировка) ценных бумаг, включенных в Ломбардный список. Порядок расчета достаточности обеспечения кредита Банка России приводится в Приложении № 3 к указанному Положению и основывается, в частности, на рыночной стоимости ценных бумаг, подлежащих залогу.

Приказом Банка России от 25.02.2011 № ОД-141 установлен новый порядок расчета рыночной стоимости ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России. При этом Приказ Банка России от 22.09.2004 № ОД-682 «О расчете стоимости обеспечения по кредитам Банка России» отменяется.

Теперь при расчете рыночной стоимости облигаций используется средневзвешенная цена, сложившаяся по итогам дня проведения торгов по ценным бумагам, предшествующего дню расчета рыночной стоимости облигаций, либо на ЗАО ММВБ (для облигаций федерального займа, облигаций внешних облигационных займов Российской Федерации и облигаций Банка России), либо на ФБ ММВБ (для иных облигаций). Отметим, что старый порядок расчета рыночной стоимости ценных бумаг не содержал конкретных указаний в отношении организатора торговли.

Если по итогам дня проведения торгов средневзвешенная цена облигаций не рассчитывалась, для расчета рыночной стоимости используется индикативная цена соответствующего выпуска облигаций, рассчитываемая саморегулируемой организацией «Национальная фондовая ассоциация» (НФА).

Если по итогам дня проведения торгов отсутствует расчет как средневзвешенной, так и индикативной цены ценных бумаг, для расчета используется последняя по времени средневзвешенная или индикативная цена выпуска облигаций в зависимости от того, какая из цен является последней по времени. При совпадении дат расчета указанных цен приоритет имеет средневзвешенная цена, сложившаяся по итогам торгов на ЗАО ММВБ или ФБ ММВБ.

Вступление в силу: 02.03.2011.

Участники АЦДЕ: Республиканское унитарное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг», Республика Беларусь

В очередном материале о деятельности инфраструктурных организаций, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ)[1], наш журнал знакомит вас с работой Республиканского центрального депозитария ценных бумаг Республики Беларусь.

Общая информация

Республиканское унитарное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» (РУП «РЦДЦБ») образовано в 1995 г. С 1998 г. является государственной организацией и находится в ведении Министерства финансов Республики Беларусь. Деятельность РУП «РЦДЦБ» направлена на решение основной задачи депозитарной системы страны — обеспечение централизованного хранения ценных бумаг, зарегистрированных в установленном законодательством порядке и разрешенных к обращению на территории республики, и учета прав на эти ценные бумаги.

Нормативно-правовая база

Депозитарная деятельность в Республике Беларусь регулируется Законом Республики Беларусь от 09.07.1999 № 280-З «О депозитарной деятельности и центральном депозитарии ценных бумаг в Республике Беларусь» (далее — Закон). В соответствии с Законом в республике функционирует двухуровневая депозитарная система, включающая в себя центральный депозитарий и депозитарии, установившие корреспондентские отношения с центральным депозитарием.

В соответствии с п. 1.2 Указа Президента Республики Беларусь от 28.04.2006 № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» РУП «РЦДЦБ» является центральным депозитарием ценных бумаг в Республике Беларусь.

Депозитарная система Республики Беларусь

Депозитарная система Республики Беларусь включает в себя РУП «РЦДЦБ» и 35 депозитариев второго уровня, 17 из которых — структурные подразделения банков, 18 — иные юридические лица, имеющие лицензии Министерства финансов Республики Беларусь (небанковские депозитарии).

Взаимодействие между депозитариями, РУП «РЦДЦБ» и ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» осуществляется посредством системы электронного документооборота.

В Республике Беларусь учет прав на ценные бумаги ведется только в депозитариях. Общее количество счетов депо в депозитарной системе по состоянию на 1 января 2011 г. составляет 1 302 570 счетов.

Белорусский эмитент до государственной регистрации первого выпуска ценных бумаг обязан заключить договор на депозитарное обслуживание с одним из депозитариев. В рамках договора на депозитарное обслуживание депозитарий открывает счет депо на имя эмитента, счета депо с отложенным заключением депозитарного договора владельцам ценных бумаг

[1] *Продолжение.* Начало см.: Депозитариум. 2011. № 1–2.

эмитента, формирует реестр владельцев ценных бумаг эмитента.

Одновременно с выполнением определенных Законом функций центрального депозитария РУП «РЦДЦБ» обслуживает 17 эмитентов ценных бумаг, включая Министерство финансов Республики Беларусь. По состоянию на 1 января 2011 г. в РУП «РЦДЦБ» открыто 2498 счетов депо, в том числе счета депо на имя Государственного комитета по имуществу Республики Беларусь и Управления делами Президента Республики Беларусь.

Предоставляемые услуги

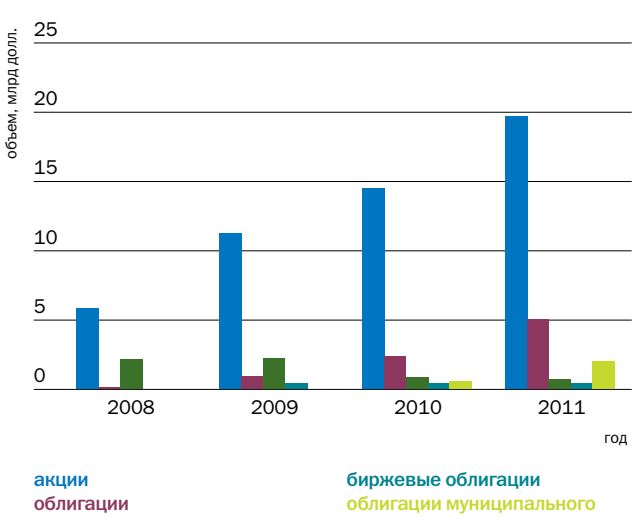
РУП «РЦДЦБ» предлагает следующие виды услуг:

- прием на централизованное хранение ценных бумаг: акций, облигаций, государственных облигаций, биржевых облигаций, облигаций муниципальных займов, бездокументарных закладных;
- ведение корреспондентских счетов депозитариев;
- осуществление междепозитарных переводов ценных бумаг;
- обеспечение взаимодействия между депозитариями, в том числе при формировании реестра владельцев ценных бумаг;
- обеспечение расчетов ценными бумагами между депонентами разных депозитариев;
- обеспечение расчетов ценными бумагами по итогам сделок, заключенных в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа»;
- ведение единых справочников и каталогов депозитарной системы.

По состоянию на 1 января 2011 г. на централизованном хранении в РУП «РЦДЦБ» находились акции и облигации на общую сумму 27,8 млрд долл. США (см. рисунок).

В 2010 г. РУП «РЦДЦБ» осуществило 73 063 депозитарные операции, в том числе 29 890 учетных. При этом

Ценные бумаги на хранении в РУП «РЦДЦБ», на 1 января каждого года



Руководство и сотрудники РУП «РЦДЦБ», Республика Беларусь

удельный вес междепозитарных переводов в общем объеме учетных операций составил 51,4%.

В рамках выполнения функции по ведению единых справочников и каталогов депозитарной системы РУП «РЦДЦБ» осуществляет ведение справочника выпусков ценных бумаг.

Справочник выпусков ценных бумаг является автоматизированной информационной системой, база данных которой ведется центральным депозитарием и содержит перечни эмитентов, выпусков ценных бумаг, их идентификационные коды, наименования депозитариев эмитентов и периодически обновляемую справочную информацию о них.

Доступ к справочнику можно получить на сайте организации. Кроме того, РУП «РЦДЦБ» аккумулирует и размещает на своем официальном сайте решения о выпусках облигаций белорусских эмитентов и краткую информацию о выпусках облигаций.

Информация из справочника передается депозитариям для организации депозитарного учета и ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» для размещения на его сайте.

Международные связи и отношения

РУП «РЦДЦБ» с 2004 г. является членом Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ).

С 1 декабря 2008 г. РУП «РЦДЦБ» выполняет функции Национального нумерующего агентства в статусе партнера Ассоциации национальных нумерующих агентств. Перечень эмитентов, ценным бумагам которых присвоены международные коды, размещается на сайте РУП «РЦДЦБ».

РУП «РЦДЦБ» установило корреспондентские отношения с пятью российскими депозитариями: НКО ЗАО НРД, ОАО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ», ЗАО «ДКК», ОАО «СЭБ Банк», ЗАО «ЮниКредит Банк», а также с АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» (Республика Казахстан).

РУП «РЦДЦБ» подписаны меморандумы о сотрудничестве со всеми депозитариями — членами АЦДЕ.

3 декабря 2009 г. РУП «РЦДЦБ» заключен меморандум понимания с Национальным депозитарием ценных бумаг Республики Польша. ■

Российский фондовый рынок: взгляд изнутри

31 января 2011 г. в Лондоне прошел семинар для представителей крупнейших зарубежных инвестиционных банков, брокеров и кастодианов «Российский фондовый рынок: взгляд изнутри», организованный ООО «Дойче Банк». На мероприятие собрались более 50 представителей различных финансовых институтов.

Открывая семинар, Председатель Правления НКО ЗАО НРД **Эдди Астанин** подчеркнул, что *«одна из ключевых задач НРД — стать региональным центральным депозитарием для стран СНГ, получить возможность предоставлять иностранным инвесторам весь комплекс услуг, соответствующих уровню крупнейших международных расчетных депозитариев».*

Тему развития бизнеса Группы ММВБ в соответствии с международной практикой продолжила в своем докладе Вице-президент ЗАО ММВБ **Екатерина Новокрещеных**. Она отметила стремление ММВБ занять 12-е место в международном рейтинге бирж, стать самой технически развитой площадкой на российском рынке, увеличить объемы торгов в сегменте акций, существенно расширить объем предлагаемых участникам сервисов в различных сегментах рынка и занять центральное место в инфраструктуре создаваемого международного финансового центра, в том числе и с помощью получения НРД статуса центрального депозитария.

Эдди Астанин

Ключевыми темами выступления ведущего экономиста Департамента операций на финансовых рынках Банка России **Елены Ненаховой** стали либерализация рынка государственных ценных бумаг и унификация системы выплат по государственным и корпоративным ценным бумагам, а также последние законодательные инициативы в области финансовых рынков. Они включают совершенствование законодательства в сфере учета прав на ценные бумаги и создание в России центрального депозитария, обзор федеральных законов, посвященных клиринговой деятельности и противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

В продолжение семинара **Роберт Бёджис**, Директор Департамента макроэкономического анализа Дойче Банка в Лондоне, представил макроэкономический обзор российского рынка, перспектив его развития и существующих рисков.

Имея многолетний успешный опыт обслуживания иностранных инвесторов на российском рынке, Дойче Банк не только предоставляет полный кастодиальный комплекс услуг своим клиентам, но и предлагает кастомизированные продукты. Основным услугам, оказываемым российским кастодианом иностранным и отечественным инвесторам, было посвящено выступление Руководителя Депозитарного управления ООО «Дойче Банк» **Марии Ивановой**, в котором, в частности, были затронуты и различные концепции построения центрального депозитария в России, а также вопрос возможной конкуренции этого института с локальными кастодианами.

Елена Ненахова

Слева направо: Дмитрий Ишутин, Екатерина Демушкина, Екатерина Новокрещеных, Барт Вотерс

Мария Иванова

Участники семинара

В ходе панельной дискуссии Заместитель Председателя Правления НКО ЗАО НРД **Екатерина Демушкина** заметила, что речь в данном случае может идти не столько о конкуренции предоставляемых сервисов (поскольку будут обслуживаться разные категории клиентов), сколько о партнерстве с крупнейшими депозитариями российского рынка. И задача НРД — обеспечить равный и достойный уровень обслуживания всем своим клиентам. Так, НРД запускает проект автоматического кредитования ценными бумагами, планирует уже в этом году расширить перечень сервисов при расчетах на условиях «поставка против платежа». Эти услуги востребованы как российскими, так и иностранными участниками рынка, прокомментировали слова Е. Демушкиной Заместитель Начальника Депозитарного управления по развитию продуктов ООО «Дойче Банк» **Дмитрий Ишутин** и менеджер по связям с клиентами по России и Восточной Европе Euroclear **Барт Вотерс**. Последний, тем не менее, отметил, что ожидает не только кооперации с НРД при обслуживании иностранных инвесторов, но и некоторой конкуренции, так как часть клиентов Euroclear может изъявить желание стать клиентами НРД, чтобы напрямую обслуживаться на российском рынке.

Вопрос ведущего панельной дискуссии, Заместителя Начальника Депозитарного управления по вопросам клиентского обслуживания ООО «Дойче Банк» **Николаса Шереметева** спровоцировал бурное обсуждение темы финальности расчетов по ценным бумагам в России, выявив различные взгляды на данную проблему: является ли финальным зачисление ценных бумаг на счет депо клиента в кастодиане или необратимость расчетов по счетам депо номинальных держателей в расчетном депозитарии уже финальная стадия? Кроме того, участников семинара волновали проблемы трастовых компаний, которые в настоящее время не признаются юридическими лицами по российскому праву, а также необходимость упрощения и сокращения объема документов, требующихся от инвесторов для открытия счетов и последующей работы на российском фондовом рынке.

В заключение семинара его ведущая, Заместитель Руководителя Направления депозитарных услуг по Восточной Европе и Австрии Дойче Банка АГ **Каталин Бота** отметила, что остается только дождаться реализации обсуждавшихся изменений и быть готовыми к выходу новых иностранных инвесторов на российский рынок. ■

Социально ответственны

Ольга Ринк
Директор по связям
с общественностью НКО ЗАО НРД

Наталья Пушкина
Главный специалист
пресс-службы НКО ЗАО НРД

По итогам исследования корпоративной благотворительности в России «Лидеры корпоративной благотворительности» за 2009 г., проведенного газетой «Ведомости» совместно с экспертами PricewaterhouseCoopers, НРД вошел в число 50 лучших компаний в стране[1] и был награжден почетным дипломом за вклад в дело благотворительности.

Основные цели и задачи Комиссии по благотворительной деятельности НКО ЗАО НРД базируются на поддержке благотворительных программ и проектов в сфере охраны здоровья и физического воспитания, а также обеспечения помощи социально незащищенным слоям общества.

Социальные и благотворительные программы, которые реализует НРД, можно условно разделить на несколько направлений.

Олимпийский резерв

На протяжении нескольких лет НРД оказывает благотворительную помощь Московскому государственному университету геодезии и картографии на развитие спортивной инфраструктуры университета, где занимаются спортом и сотрудники расчетного депозитария. Руководители и сотрудники НРД часто бывают в МИИГАиК, встречаются с преподавателями, сотрудниками и студентами университета, участвуют в соревнованиях, организованных на кафедре физического воспитания и спорта.

В 2010 г. негосударственная спортивная школа Детский футбольный клуб «Ц.А.Р.И.» (Москворечье-Сабурово) получила от НРД в качестве благотворительной помощи футбольную форму, мячи и инвентарь для тренировок. В ДФК «Ц.А.Р.И.» занимаются 92 ребенка от 6 до 15 лет, в том числе дети из малообеспеченных семей, многодетных и неполных семей и дети-сироты. Благотворительная помощь футбольному клубу нашла горячий отклик у ребят и тренера.

Игровая форма является обязательным условием для участия в соревнованиях, а наши дети — участники всех соревнований, проводимых в Москве по соответствующим возрастам. Новая форма воодушевила ребят на новые победы! Инвентарь для тренировок позволит более качественно подготовить к соревнованиям уже обученных ребят, а новичкам поможет учить азы футбола. Ветрозащитные костюмы защитят ребят от непогоды в условиях нашего непростого климата и круглогодичных тренировок на открытом стадионе. Думаю, что это очень современно и правильно, когда успешная компания вкладывает средства в развитие досуга детей и молодежи.

С уважением,
Ренат Юнисов, тренер ДФК «Ц.А.Р.И.»

В рамках благотворительного проекта в сфере охраны здоровья НРД выделил средства на лечение молодого талантливого актера Московского театра Сатиры, у которого был обнаружен острый миелобластный лейкоз.

Дети — наше будущее

С 1998 г. мы оказываем благотворительную помощь Удельнинскому специальному (коррекционному) детскому дому и школе-интернату № 53, стремимся к созданию для детей с непростой судьбой условий проживания, приближенных к домашним, заботимся об уюте и комфорте.

Так, например, в 2008 г. во время летних каникул была организована экспедиция для воспитанников детского дома в Саяно-Шушенский заповедник.

В преддверии 2011 г. Удельнинскому детскому дому была оказана благотворительная помощь на приобретение посудомоечной машины и индивидуальных подар-

[1] Годом ранее по итогам предыдущего исследования НДЦ вошел в топ-30.

1. Детский футбольный клуб «Ц.А.Р.И.»
2. Экспедиция в Саяно-Шушенский заповедник
3. Выступление Большого детского хора им. Виктора Попова

ков воспитанникам для их художественного творчества и спортивного совершенствования.

В своих благотворительных программах НРД уделяет внимание детям-сиротам и детям, оставшимся без попечения родителей. Воспитанникам специальной (коррекционной) школы-интерната № 53 (VIII вида) была оказана благотворительная помощь в подготовке детей к зимней оздоровительной кампании 2010/11 учебного года, приобретении теплой и спортивной одежды, а также новогодних подарков.

Кроме того, в рамках благотворительного проекта для создания социально комфортных условий для детей с ограниченными возможностями здоровья была оказана помощь Благотворительному фонду «Иллюстрированные книжки для маленьких детей». Благодаря участию НРД в программе «Книжки в подарок» десять детей с нарушениями зрения из детского сада № 112 г. Москвы получили иллюстрированные рельефные книги «Атлас восприятия иллюстраций».

Сохранение культурных ценностей и укрепление имиджа России

В 2008 г. в рамках программы сохранения культурных ценностей и укрепления имиджа России, а также в целях поддержки талантливых детей была оказана благотворительная помощь известному во всем мире и пользующемуся безупречной репутацией Большому детскому хору им. Виктора Попова Российской государственной радиокомпании «Голос России» в записи и выпуске 6000 экземпляров компакт-дисков «Хоровая классика и духовная музыка. Русские народные песни». Данный диск, помимо распространения в России и за ее пределами самим коллективом, был включен в комплект корпоративных подарков для наших партнеров и клиентов.

Чтобы помнили

Одним из важных социальных проектов Группы ММВБ в честь 65-й годовщины Победы в Великой Отечественной войне стала благотворительная помощь участникам и инвалидам Великой Отечественной войны, труженикам тыла, жителям блокадного Ленинграда, являющихся родственниками сотрудников компаний.

Благодарность от имени ветеранов прозвучала, например, в обращении Николая Антоновича Босецкого, полковника в отставке, воевавшего в составе 1678-го зенитного артиллерийского полка 1-го Украинского фронта. В 1944—1945 гг. он прошел Польшу и Германию, был ранен. Войну с Германией закончил в звании младшего лейтенанта в должности начальника Службы артиллерийского вооружения полка. Затем война с Японией, Забайкальский фронт, Маньчжурия.

Вот несколько строк из письма ветерана:

Считаю, Ваше поздравление имеет особое значение для трудового коллектива в вопросе нравственного развития чувства памяти и уважения к делам старшего поколения, особенно к тем, кто выстоял в годы войны на фронте и в тылу, добившись Великой Победы. Большое Вам спасибо за поздравление, желаю успехов…

С уважением,
Николай Антонович Босецкий,
участник штурма и взятия г. Берлина, войны с Японией

Социальные проекты включают также комплекс программ для работников самого НРД. Таким образом, много лет реализуя благотворительные программы и проекты, НРД зарекомендовал себя не только как ведущий расчетный депозитарий страны, но и как социально ответственная структура, открытая к общественному партнерству и социальным инвестициям. ■

События международной инфраструктуры

DTCC призывает распространить модель прозрачности на другие внебиржевые классы активов

Депозитарно-трастовая и клиринговая компания (DTCC) заявила о том, что наиболее эффективным и быстрым способом достижения прозрачности на внебиржевом рынке деривативов является применение к другим классам активов модели, используемой в настоящий момент на рынке кредитно-дефолтных свопов.

Управляющий директор DTCC **Лари Томсон** отметил, что сведения о сделках, как прошедших, так и не прошедших процедуру клиринга, должны направляться в консолидированный репозиторий данных о свопах или в отдельный репозиторий для каждого класса активов. Это позволит регуляторам идентифицировать риски на глобальном рынке из централизованного «наблюдательного пункта». В качестве примера Л. Томсон привел проект DTCC под названием Trade Information Warehouse, в котором сосредоточены данные по 98% всех кредитных сделок с деривативами на глобальном рынке, что обеспечивает рынку существенную прозрачность. *«Регуляторы и вся индустрия работают над достижением такого же уровня общественной и регулятивной прозрачности для других классов активов,* — указал Л. Томсон. — *Ключом к успеху является тесное взаимодействие между глобальными регуляторами и участниками рынка, а также использование надежной некоммерческой инфраструктуры».*

www.dtcc.com

Новый центральный контрагент в Центральной и Восточной Европе

Центральный контрагент Австрии (CCP.A) провел первую встречу с пользователями по вопросам внедрения CCP.CEE — центрального контрагента для Центральной и Восточной Европы.

В связи с внедрением нового центрального контрагента были представлены новые функции и изменения:

- новая структура счетов, которая обеспечивает гибкость в управлении клиринговыми позициями участников и предоставляет возможность рассчитывать позиции на объединенном расчетном счете с использованием объединенного залогового счета для участников общего клиринга;
- механизм, позволяющий удерживать непокрытые торговые позиции и таким образом избежать недостаточного покрытия на расчетных (объединенных) счетах участников клиринга;
- упрощенный процесс расчетов и распределения;
- улучшенная система управления рисками с маржированием практически в режиме реального времени и с обновленной методикой расчета гарантийного фонда;
- консолидация залоговых счетов и кросс-рыночное управление обеспечением.

Выход CCP.CEE на австрийский рынок намечен на январь-февраль 2012 г., дата запуска — февраль 2012 г.

www.thomasmurray.com

Euroclear Sweden автоматизирует процесс обработки операций с фондами

Компания Euroclear Sweden объявила о запуске сервиса для автоматизации и стандартизации обработки операций с фондами. Пользователи сервиса в Швеции теперь смогут оценить преимущества автоматизированной маршрутизации операций с фондами между соответствующими сторонами, а также денежных расчетов по сделкам на основе сквозной обработки.

К середине 2011 г. Euroclear Sweden планирует расширить данный сервис, добавив возможность автоматизированных расчетов и обслуживания активов. Кроме того, Euroclear Sweden намерена предоставлять компаниям, управляющим фондами, регистраторские услуги.

Данный сервис Euroclear Sweden является важной составляющей стратегии Euroclear в отношении обработки операций с фондами и полностью автоматизированным общеевропейским решением, которое предоставляет всем клиентам Euroclear простой доступ к внутренним и международным фондам и возможность выбора из широкого спектра услуг.

www.euroclear.com

Центральный депозитарий Сингапура запустил расчеты через систему MEPS+

С 25 февраля 2011 г. Центральный депозитарий Сингапура (Central Depository (Pte) Limited, CDP) осуществляет ежедневные расчеты между расчетными банками и CDP с помощью системы MEPS+ (MAS Electronic Payment System, система RTGS) для всех расчетов в сингапурских долларах. Эта инициатива реализуется в рамках стратегии CDP, нацеленной на повышение эффективности и сокращение риска в процессе расчетов по ценным бумагам. В настоящее время расчетные банки кредитуют счет CDP через United Overseas Bank Limited в установленный срок. После введения изменений расчетные банки будут кредитовать счет CDP через Валютное управление Сингапура.

Новый порядок расчетов в сингапурских долларах предполагает использование платежной системы центрального банка. Это устранит необходимость работы через используемый в настоящий момент клиринговый банк (UOB).

www.thomasmurray.com

При заключении сделки на внебиржевом рынке перед ее участниками всегда встает вопрос о надежности контрагента и гарантиях исполнения им своих обязательств

Борис Кустодиев
Ярмарка в деревне
1919

Проведение операций по переводу ценных бумаг с контролем расчетов по денежным средствам в рублях и иностранной валюте

НАЦИОНАЛЬНЫЙ
РАСЧЕТНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ
ГРУППА ММВБ

www.nsd.ru | (495) 234-99-60 | dc@ndc.ru

**Небанковская кредитная организация
закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий»**

Лицензия № 177-12042-000100 профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности, выданная 19 февраля 2009 г.
Лицензия № 177-08462-000010 профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление клиринговой деятельности, выданная 19 мая 2005 г.

Реклама

Схема ускоренных расчетов НРД — ING Commercial Banking*

НАЦИОНАЛЬНЫЙ
РАСЧЕТНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ
ГРУППА ММВБ

www.nsd.ru | (495) 956-27-90/91 | dc@ndc.ru

**Небанковская кредитная организация
закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий»**

Лицензия № 177-12042-000100 профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности, выданная 19 февраля 2009 г.
Лицензия № 177-08462-000010 профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление клиринговой деятельности, выданная 19 мая 2005 г.

* «ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)» ЗАО» Реклама