

6 ноября 2012 года «Национальный российский депозитарий» (НКО ЗАО НРД) получил статус центрального депозитария. Банальный канцелярский оборот в данном случае обозначает важное событие, которое произошло в результате серьезных усилий и нешуточной борьбы мощных интересов. Центральный депозитарий — базовое звено инфраструктуры фондового рынка. В российском случае к его появлению вел долгий и непростой путь.

Борьба за центр



— институт развития —

В конце 90-х годов первый зампред Банка России Андрей Козлов (слева) и первый глава ФКЦБ Дмитрий Васильев (справа) по-разному смотрели на развитие российского рынка ценных бумаг

Полярный рынок

В советской экономике при всей ее директивности и нерыночности зачаточные банковские институты все-таки существовали. Зато элементы фондового рынка не просматривались совершенно. Ценнобумажная индустрия появилась в России лишь в результате массовой приватизации. И до середины 1990-х годов она характеризовалась стихийным характером и отсутствием инфраструктуры.

В результате этих стихийных движений наш фондовый рынок сложился в смешанную модель — не американскую (где сильны инвестиционные компании), но и не континентальную (с сильными банками). Поэтому до самого последнего времени на процесс формирования всех рыночных структур влияли сразу два игрока — Центральный банк и Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ, затем ставшая Федеральной службой по финансовым рынкам, ФСФР, а с сентября нынешнего года вошедшая в состав Банка России). Руководители ФКЦБ и ЦБ уже на ранних стадиях вели спор о путях развития рынка. Особые последствия приобрел спор двух регуляторов вокруг инфраструктуры. При этом на рынке существовали два разных по формату инфраструктурных института — Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Российская торговая система (РТС).

ММВБ была создана в 1992 году как площадка для проведения биржевых торгов по доллару США (до этого проводившихся в виде аукционов ЦБ) с участием Банка России, правительства Москвы и ряда коммерческих банков. В том же году ММВБ получила лицензию Минфина на торговлю ГКО. Основными участниками торгов (и владельцами самой системы) на этой площадке были коммерческие банки. По понятным причинам ММВБ была монополистом и на валютном рынке, и на рынке государственного долга.

Но вот на фондовом рынке в 1995 году возникла альтернативная площадка — РТС (пришедшая на смену электронной системе ПАОУФОР). РТС формировалась на основе технологической платформы NASDAQ и, по сути, являлась скорее внебиржевым организованным рынком, учрежденным брокерскими компаниями. Индекс РТС, рассчитываемый с 1 сентября 1995 года, долгое время являлся ключевым индикатором российского фондового рынка. Помимо технологических отличий биржи имели и принципиально разные схемы владения. В отличие от РТС, владельцами которой были брокеры как частные лица, значительная доля ММВБ принадлежала ЦБ (как и сейчас). Присутствие на рынке двух остро конкурирующих организаторов торгов, очень разных по своей природе и бизнес-процессам, генерировало на российском фондовом рынке ощутимый драйв.

Практически одновременно с возникновением двух бирж нача-

лась поляризация инфраструктур. ММВБ, будучи «дочкой» Центрального банка, обладала значительными финансовыми, кадровыми и организационными возможностями. Зато биржа РТС получила в определенный момент преимущество другого рода, поскольку ее расчетный депозитарий Депозитарно-клиринговая компания (ДКК) получила специальную «депозитарную» лицензию ФКЦБ уже в 1996 году. ММВБ свое самостоятельное учетно-расчетное звено НП «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) учредила (вместе с Центральным банком) лишь годом позже — в 1997-м. До этого депозитарием биржи по госбумагам с юридической точки зрения был Центральный банк, а с технической — сама ММВБ. Около года ушло на то, чтобы наладить все бизнес-процессы, реально передачу своих депозитарных функций в дочернее предприятие ММВБ начала лишь весной 1998 года. В это время НДЦ расширил свой функционал за счет подключения к системе расчетов SWIFT, получения статуса национального нумерующего агентства по присвоению международных идентификационных кодов ценных бумаг (кодов ISIN). Существенно позже, уже в 2006 году, биржа структурировала отдельно клиринг, учредив АКБ «Национальный клиринговый центр».

Главной движущей силой процесса создания НДЦ следует считать первого зампреда ЦБ Андрея Коз-

лова. Он, безусловно, представлял тот путь, по которому должна развиваться инфраструктура российского фондового рынка, и, судя по всему, изначально заложил в курируемый им проект возможность создания на базе НДЦ национального центрального депозитария. Во всяком случае, очевидцы вспоминают о некоем клочке бумаги, на котором в одной стокигльмской гостинице Андрей Козлов нарисовал для Константина Корищенко (в тот момент тоже зампреда ЦБ) схему, демонстрирующую, как будет выглядеть биржевая инфраструктура «в далеком будущем».

Споры о главном

Однако соперничество НДЦ и ДКК, имевшее место в реальной жизни, к созданию центрального депозитария не вело никоим образом. Было понятно, что в интересах общего дела двум ведущим инфраструктурным институтам правильнее было бы «дружить», но как это осуществить практически? Впрочем, попытки предпринимались. Еще летом 1997 года НДЦ и ДКК подписали соглашение о намерениях с целью реализации «программы неотложных действий, направленных на создание единой системы депозитарного обслуживания рынка ценных бумаг». Но все эти полезные мысли так и остались на бумаге, потому что благие намерения не всегда совпадают с реальными целями бизнеса.

Одним из важнейших наших результатов за этот год — тот факт, что процесс формирования центрального депозитария, затронувший сотни финансовых институтов и более 1 тыс. эмитентов России, прошел без каких-либо сбоев и в этом отношении практически незаметно для рынка.

При этом сами изменения поистине тектонические. Российский центральный депозитарий признан мировым финансовым сообществом в качестве надежного места хранения активов. Прямой доступ глобальных инвесторов на российский рынок госдолга через счета Euroclear и Clearstream в НРД позволил снизить стоимость государственных заимствований и сразу же привлечь в страну всего за несколько месяцев с начала открытия счетов более \$10 млрд. За прошедший год НРД реализовал такие важные проекты, как предоставление услуг управления обеспечением на рынке внебиржевого репо Банка России с корзиной ценных бумаг, клиринг и расчеты по внебиржевым сделкам в валюте, а также осуществление функций торгового репозитария.

Несомненно, важнейшим результатом выполнения НРД функций центрального депозитария стала организация массового перевода активов из реестров на хранение в центральный депозитарий в течение марта. Еще до этого, в конце 2012 года, мы провели стресс-тестирование своих IT-систем и удостоверились, что они сработают с нужной производительностью и проблем, связанных с обработкой информации, не возникнет. Мы смогли осуществить перемещение активов на общую сумму более 4 трлн руб. без каких-либо проблем для участников рынка и эмитентов. При этом все те риски, о которых говорилось в период создания центрального депозитария, связанные с переводом активов на счета центрального депозитария, не реализовались. Фактически мы завершили формирование центрального депозитария на семь месяцев раньше

«Мы заинтересованы в том, чтобы рынок был в России»

— первые лица —

Год назад Национальный расчетный депозитарий (НРД) получил статус центрального депозитария. О первых результатах работы в новом статусе, об изменении отношения зарубежных инвесторов к российскому рынку и о дальнейшем развитии депозитарных технологий корреспонденту „Ъ“ рассказал председатель правления НРД ЭДДИ АСТАНИН.

Незаметная революция

— НРД год выполняет функции центрального депозитария. Что изменилось за этот год для участников рынка в их повседневной торговой жизни?

— Один из важнейших наших результатов за этот год — тот факт, что процесс формирования центрального депозитария, затронувший сотни финансовых институтов и более 1 тыс. эмитентов России, прошел без каких-либо сбоев и в этом отношении практически незаметно для рынка.

При этом сами изменения поистине тектонические. Российский центральный депозитарий признан мировым финансовым сообществом в качестве надежного места хранения активов. Прямой доступ глобальных инвесторов на российский рынок госдолга через счета Euroclear и Clearstream в НРД позволил снизить стоимость государственных заимствований и сразу же привлечь в страну всего за несколько месяцев с начала открытия счетов более \$10 млрд. За прошедший год НРД реализовал такие важные проекты, как предоставление услуг управления обеспечением на рынке внебиржевого репо Банка России с корзиной ценных бумаг, клиринг и расчеты по внебиржевым сделкам в валюте, а также осуществление функций торгового репозитария.

Несомненно, важнейшим результатом выполнения НРД функций центрального депозитария стала организация массового перевода активов из реестров на хранение в центральный депозитарий в течение марта. Еще до этого, в конце 2012 года, мы провели стресс-тестирование своих IT-систем и удостоверились, что они сработают с нужной производительностью и проблем, связанных с обработкой информации, не возникнет. Мы смогли осуществить перемещение активов на общую сумму более 4 трлн руб. без каких-либо проблем для участников рынка и эмитентов. При этом все те риски, о которых говорилось в период создания центрального депозитария, связанные с переводом активов на счета центрального депозитария, не реализовались. Фактически мы завершили формирование центрального депозитария на семь месяцев раньше

предоставленного по закону срока (в течение одного года с даты образования ЦД).

— С чем же была связана задержка с переводом в НРД акций «Газпрома»?

— С просьбой самого «Газпрома». С их точки зрения, открытие счета номинального держания центрального депозитария в реестре акций «Газпрома» могло повлечь изменение в порядке выплаты дивидендов для владельцев депозитарных расписок. Поэтому «Газпром» как эмитент попросил нас перенести для них срок перевода активов с тем, чтобы провести собрание акционеров в июне и до конца августа выплатить дивиденды по старой схеме. Мы пошли навстречу, так как юридически открытие и переквалификацию счетов НРД должен был завершить 6 ноября. А 2 сентября мы открыли счет номинального держателя НРД как центрального депозитария в реестре «Газпрома».

— При организации собраний акционеров НРД нормально взаимодействует с регистраторами?

— Да, были опасения, что после переводов активов в НРД могут быть сбои при сборах списков для проведения собраний акционеров эмитентов. Эти риски тоже не реализовались. У нас уже более 1,3 тыс. счетов номинального держания ЦД, и по всем этим счетам идут электронное взаимодействие и ежедневные сверки — так, как предписано законом. Пик собраний акционеров прошел, это весна—лето, никаких сбоев не произошло ни у нас, ни у эмитентов.

— Если перейти от «домашних» дел к международной практике — что дало российскому рынку появление центрального депозитария с точки зрения интеграции в мировой?

— Появление центрального депозитария, безусловно, стало знаковым фактором с точки зрения восприятия развития российской инфраструктуры внешним миром. Наличие закона о центральном депозитарии и самого центрального депозитария, перевод активов и открытие счетов международным центральным депозитариям — все это позитивно воспринимается иностранными инвесторами. То есть можно сказать, что мы стали взрослее, более развитыми и более конкурентоспособными, интегрированными в глобальную инфраструктуру. При этом и сам рынок получил выгоду, потому что, к примеру, приход иностранных инвесторов на рынок госбумаг через Euroclear и Clearstream способствовал увеличению оборотов на вторичном рынке по государственным бумагам на бирже и вне биржи. В результате рынок стал более ликвидным. Доходность государственных ценных бумаг снизилась, следовательно, Минфин как эмитент бумаг тоже оказался в выигрыше.

www.nsd.ru

НАЦИОНАЛЬНЫЙ РАСЧЕТНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ
ГРУППА МОСКОВСКАЯ БИРЖА

ЦЕНТРАЛЬНОМУ ДЕПОЗИТАРИЮ РОССИИ — 1 ГОД!

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.

Review биржевая инфраструктура

Договор по расчету

В новейшее время система европейских центральных депозитариев и клиринговых организаций развивалась и развивается до сих пор вместе с политической и экономической интеграцией европейских стран в рамках ЕС. В отличие от США, где система работы центрального депозитария и клиринговых организаций по понятным историческим причинам имеет заверченный вид, в объединенной Европе эта система до сих пор находится в стадии совершенствования.

— мировая практика —

Централизованная Америка

В США национальным депозитарием формально является Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация США (Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC). Но де-факто она выполняет и функции международного депозитария, поскольку работает с неамериканскими ценными бумагами на сумму около \$2 трлн и ADR, которые принадлежат примерно 100 государствам. DTCC и ее подразделения также предоставляют услуги клиринга по акциям, корпоративным, ипотечным, муниципальным облигациям и производным инструментам. Депозитарий DTCC предоставляет услуги хранения примерно по 3,6 млн выпусков ценных бумаг из США и 121 страны и юрисдикции. В 2010 году DTCC приняла участие в операциях по сделкам с ценными бумагами на общую сумму \$1,66 млрд.

У DTCC есть десять подразделений, деятельность которых регулируется соответствующими управлениями Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Одно из крупнейших подразделений DTCC — Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (National Securities Clearing Corporation). Основанная в 1976 году, эта организация проводит клиринг, предоставляет операции risk management и предоставляет услуги центрального контрагента и гарантии по сделкам между брокерами с акциями, корпоративными и муниципальными облигациями, ADR. Еще одно подразделение DTCC — Депозитарная трастовая компания (DTC), основанная в 1973 году, является собственно депозитарием для ценных бумаг. Ежегодные объемы транзакций, для которых предоставляет свои услуги DTC, составляет более \$300 трлн. Компа-



В объединенной Европе до сих пор нет единого центрального депозитария

ния также является кастодианом 3,5 млн ценных бумаг на общую стоимость более \$34 трлн, включая ценные бумаги, выпущенные в США и 120 других странах мира. DTC является членом Федеральной резервной системы, а ее деятельность также регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам США.

Объединяющаяся Европа

В новейшее время система европейских центральных депозитариев и клиринговых организаций развивалась и до сих пор развивается параллельно с интеграцией европейских стран. Впервые идея об объединении европейских национальных депозитариев была высказана в 1995 году на встрече во Франкфурте в рамках заседания Европейского монетарного института, ставшего прообразом будущего ЕЦБ. В результате двухлетних переговоров в 1997 году на встрече в Мадриде было объявлено о создании Ассоциации европейских центральных депозитариев (ECSDA). В течение восьми последующих лет были разработаны единые технические стандарты и соответствующая база для интеграции национальных европейских депозитариев в единую структуру. В 2005 году с присоединением к ECSDA аналогичной ассоциации, объединявшей депозитарии стран Центральной и Восточной Европы (CEECSDA), ECSDA была образована в ее нынешнем виде. Сейчас ECSDA объединяет 41 национальный и международный депозитарий из 37 европейских стран. Генеральный секретарь ECSDA Сорайя Белгази в интервью „Ъ“ сообщила, что в большинстве европейских стран центральные депозитарии выполняют функции реестров ценных бумаг, фиксируя смену владель-

цев ценных бумаг и другие корпоративные действия. Впрочем, в некоторых странах, таких, как Великобритания и Россия, подобные функции выполняют специальные органы — реестры. Госпожа Белгази отмечает, что при такой модели реестрам необходимо тесно сотрудничать с центральным депозитарием для обеспечения полного соответствия между фиксированием смены владельца ценных бумаг и регистрацией сделок.

Как пояснил в интервью „Ъ“ профессор бизнес-школы Audencia (Нант, Франция) Фредерик Алексис, в Европе центральные депозитарии не предоставляют напрямую клиринговые услуги. Для предоставления таких услуг они разработали системы расчетов, которые работают в системе двух крупнейших европейских клирингово-депозитарных компаний — Clearstream и Euroclear.

Clearstream в ее нынешнем виде была образована в 2000 году путем слияния люксембургской клиринговой компании Cedel и Deutsche Börse Clearing. В настоящее время Clearstream является центральным депозитарием для Германии и Люксембурга, а также клиринговым центром, где основной упор делается на клиринговые операции с еврооблигациями и функции кастодиана для них. Euroclear была основана еще в 1968 году американским банком JP Morgan как подразделение по торговле на зародившемся в те годы рынке еврооблигаций. В настоящее время Euroclear выполняет как функции клирингового центра, так и центрального депозитария для ценных бумаг, торгуемых на биржах Бельгии, Голландии, Финляндии, Франции, Великобритании, Ирландии, Швеции. Эти функции постепенно передавались Euroclear в рамках соглашений, подписанных с биржей Europext и национальными депозитариями соответствующих стран в 2001–2008 годах, а также покупки Euroclear соответствующих операций (например, покупки в сентябре 2002 года компании CREST, управляющей центральными депозитариями Великобритании и Ирландии).

Параллельно с двумя крупнейшими клиринговыми компаниями в Европе существуют национальные клиринговые компании, которые сотрудничают в рамках Европейской ассоциации клиринговых домов (European Association of Clearing Houses). В нее входят клиринговые дома Греции, Испании, Италии, Австрии, Швейцарии, Польши, Норвегии, Сербии, которые выполняют соответствующие функции при транзакциях в своих странах. Как пояснила генеральный секретарь ECSDA Сорайя Белгази, «центральный клиринговый контрагент (CCP) и центральный депозитарий (CSD) — организационно разные структуры, хотя они вместе и включаются в термин „пострейтинговые инфраструктуры“. Исходя из разной сущности своих операций, CCP играет главную роль в управлении при сделке кредитными рисками, а CSD — операционными». По словам профессора Алексиса из Audencia, центральными контрагентами при сделках в Европе фактически выступают депозитарии: именно они гарантируют своевременное поступление платежей и выполнение других условий сделки. Хо-

тя данные гарантии даются непосредственно депозитариями, они обеспечивают коллективную ответственностью всех игроков рынка, пользующихся услугами данного депозитария: они платят соответствующие взносы. Впрочем, государство может оказать им помощь при наступлении масштабных рисков — так, например, было во время финансового кризиса 2008–2009 годов. Госпожа Белгази уточняет, что «во время кризиса 2008 года система центральных депозитариев доказала свою жизнеспособность. В тот период эти организации смогли четко обрабатывать не только беспрецедентное количество сделок, но и процедуры банкротства участников рынка».

Конкурентная интеграция

В недавнем исследовании JP Morgan «Конкуренция или консолидация? Анализ интероперабельности европейских клиринговых организаций и центральных контрагентов» говорится, что если в США для операций с акциями используется одна клиринговая организация, то в Европе таких 23 и более 30 национальных центральных депозитариев. Из этого аналитики JP Morgan делают вывод, что «европейским рынкам необходима более конкурентная работа клиринговой системы, где участники рынка могли бы получать услуги клиринга на разных площадках при помощи любого клирингового агента». В данном контексте аналитики JP Morgan и другие эксперты весьма положительно оценивают работу, проводимую в рамках директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов», вступившей в силу с 1 ноября 2007 года. В ней, в частности, говорится, что «для способствования транзитивных сделок необходимо обеспечить инвестиционным фирмам доступ к системам клиринга и урегулирования во всех странах ЕС независимо от того, заключены ли сделки на регулируемых рынках, в соответствующей стране — члене ЕС». В рамках этой директивы в начале прошлого года была завершена работа по полной совместимости и взаимозаменяемости четырех крупных клиринговых центров и центральных контрагентов — голландской EMCF, швейцарской SIX x-clear, британской EuroCCP и базирующегося в Лондоне панъевропейского клирингового дома LCH.Clearnet. Особенно важным является то, что этими клиринговыми системами активно пользуются участники рынка, заключающие сделки на альтернативных фондовых биржах, которые в последнее время быстро отбирают долю рынка у традиционных бирж. Теперь инвесторы могут выбрать любую из этих четырех клиринговых организаций при торгах на биржах BATS Chi-X Europe, Turquoise, а также NASDAQ OMX.

Необходимость дальнейшего повышения уровня совместимости и взаимодействия центральных депозитариев и клиринговых организаций Европы объясняется еще и тем, что в каждой стране возможно свое сочетание центрального депозитария и клиринговой компании. Так, например, во Франции центральным депозитарием является французское подразделение Euroclear, а клиринговые услуги оказывает местное подразделе-

ние LCH.Clearnet. Эксперты отмечают, что в такой ситуации сдерживается рост конкуренции, ведь в каждой стране есть только одна клиринговая компания (пусть даже и являющаяся подразделением более крупного европейского холдинга наподобие LCH.Clearnet) и один национальный депозитарий. Однако, по словам господина Алексиса из Audencia, местные компании могут привлекать эмитентов, если правительство данной страны обеспечило привлекательный налоговый климат. Одними из таких примеров являются Люксембург или Ирландия.

Профессор Алексис отмечает, что «основными драйверами тенденции консолидации европейской индустрии центральных депозитариев, наметившейся еще в начале 1990-х годов, сразу стали биржи Europext и Deutsche Börse. Тенденция заметно усилилась перед финансовым кризисом — слияние американских и европейских бирж (NYSE-Europext), а также сближение европейских и азиатских бирж (партнерское соглашение между Deutsche Börse и Сингапурской биржей, а также между Гонконгской биржей и Clearstream)». Эксперт отмечает, что эти соглашения состоялись на фоне расширения операций глобальных игроков, создавших подразделения по трем главным направлениям — клиринг, центральные депозитарии и регистрация сделок (сеттлмент). Впрочем, уже в 2011 году попытка слияния между Deutsche Börse и NYSE-Europext была заблокирована Еврокомиссией, поскольку, по ее мнению, эта сделка привела бы к появлению доминирующего игрока на глобальном рынке.

В свою очередь, госпожа Белгази выделяет две основные тенденции ближайшего будущего. Первая — это осуществление европейского проекта TARGET2-Securities, в рамках которого к 2015 году будет создана единая IT-платформа для проведения сделок по ценным бумагам. В этом проекте принимают участие 24 национальных центральных депозитария, и платформа будет в основном обрабатывать сделки по ценным бумагам, номинированным в евро. В рамках этого проекта депозитарии фактически выведут на аутсорсинг свои собственные IT-платформы, что позволит им высвободить ресурсы для более активной транснациональной конкуренции.

Вторая — это готовящийся в Еврокомиссии законопроект о регулировании деятельности центральных депозитариев, голосование по которому назначено на 2014 год. Он также призван стимулировать конкуренцию путем создания единой лицензии для всех центральных депозитариев, работающих в ЕС, а также создания правовой базы для упрощенного открытия подразделений депозитариев в других странах. Таким образом, депозитарии из одной страны смогут открывать свои отделения в другой стране и конкурировать за операции эмитентов из другой страны — члена ЕС. Как предполагает госпожа Белгази, «в долгосрочном периоде это приведет к росту конкуренции и, как следствие, последующей консолидации и интеграции этой отрасли в Европе».

Евгений Хвостик

Борьба за центр

— институт развития —

Конкурировали не только депозитарии, но и сами биржи. ММВБ делала ставку на развитие электронной торговли «поставка-против-платежа», что, особенно после кризиса 1998 года, значительно укрепило ее позиции в конкуренции с РТС, лидировавшей на «классическом» брокерском рынке. Однако вскоре у РТС также появилось конкурентное преимущество: в конце 1999 года она запустила в партнерстве с Санкт-Петербургской фондовой биржей торги акциями «Газпрома».

Все эти процессы сопровождался спорами между ФКЦБ и ЦБ, доходившими порой до точки кипения. В сообщениях СМИ фигурировали и появления в фондовом регуляторе представителей силовых ведомств, и общительные речи на заседаниях правительства, и многое другое в том же роде.

С определенного момента споры в большей степени начали вестись относительно расчетной инфраструктуры. В те времена возник некоторый регулятивный дуализм, развившийся в разнице регулирования для банков и небанковских организаций. Возникли, например, два нормативных акта, регулирующих депозитарную деятельность: один был разработан ФКЦБ и касался всех участников фондового рынка, другой был написан ЦБ для депозитариев, являющихся кредитными организациями. Существовали также два нормативных акта, регулирующих эмиссию ценных бумаг: один был разработан ФКЦБ для всех, в другом речь шла об эмитентах — кредитных организациях (и написан он был, естественно, в Центральном банке). Функции центрального депозитария по факту распределялись, как и прежде, между НДЦ и ДКК. Каждая из компаний обладала своими преимуществами, так что временный перевес одной из них никогда не переходил в доминирование.

Все это, конечно, способствовало конкуренции. Но зато лишило Россию шансов на инвестиции от крупнейших пенсионных и инвестиционных фондов мира. Потому что, согласно знаменитому правилу 17f-7 американской Комиссии по фондовому рынку, участники рынка не могли считать учетно-расчетную систему, не имеющую центрального депозитария, надежной, «надлежащей». Соответственно, заходить на российский рынок напрямую они не имели права. Несоответствие нашей инфраструктуры международ-

ным стандартам оставляло российский рынок без средств крупных институциональных инвесторов.

Словом, центральный депозитарий был очень нужен, но было неясно, каким путем к нему идти.

В марте 2004 года Федеральную службу по финансовым рынкам возглавил известный финансист Олег Вьюгин. До этого он несколько лет работал первым зампредом ЦБ, а еще раньше — исполнительным вице-президентом «Тройки Диалог» и заместителем министра финансов. При нем и началась подготовка закона о центральном депозитарии (ЦД).

Главный вопрос заключался в том, как можно решить задачу при наличии двух параллельных структур — ММВБ и РТС, имеющих собственные расчетные депозитарии. В законопроекте предлагалось создавать один ЦД, который должен был принадлежать рынку. Это решение позволяло сохранить две торговые площадки и их способность на равных конкурировать друг с другом, но в то же время централизовать расчетную инфраструктуру. В мае 2007 года законопроект был принят в первом чтении. Но его дальнейшее продвижение приостановилось, поскольку Олег Вьюгин покинул ФСФР и процесс продвижения в сторону ЦД лишился влиятельного и энергичного лоббиста.

Кризис как двигатель прогресса

Прошло несколько лет, в течение которых инфраструктура продолжала оставаться в прежнем дуалистическом состоянии. Теоретически было понятно, что ЦД нужен, но никто из игроков не был готов поступиться силовыми интересами в надежде когда-нибудь получить возможные, но не гарантированные предпочтения. А потом грянул кризис. Он особенно ярко выявил институциональные слабости российского финансового рынка. И дал толчок дискуссии о создании в России международного финансового центра (МФЦ). Первое заявление об этом еще в мае 2008 года сделал Владимир Путин, только что утвержденный в должности премьер-министра. Подобное заявление чуть позже сделал и президент Дмитрий Медведев. Тема создания в России МФЦ не только позволяла сфокусироваться на развитии фондового рынка, но и создавала самостоятельный механизм обсуждения этой темы. Этим механизм стал созданный в 2008 году совет по развитию финансового рынка при президенте РФ. В том



Первый руководитель ФСФР Олег Вьюгин (слева) довел законопроект о центральном депозитарии до первого чтения



Только объединение двух крупнейших российских бирж, РТС и ММВБ, позволило решить организационные проблемы создания центрального депозитария

же году была утверждена стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 года, в июле 2009 года появился план мероприятий по созданию международного финансового центра в РФ. Для координации этой работы в 2010 году была создана рабочая группа по созданию МФЦ, которую возглавил Александр Волошин.

Вряд ли случайно, что в этот период раста-новка сил на рынке стала меняться радикально: началось объединение бирж ММВБ и РТС. В ноябре 2010 года группа акционеров ММВБ предложила крупным акционерам РТС продать свои пакеты. В 2011 году «сделка века» была завершена, а 19 декабря прошли первые торги на объединенной бирже.

Одной из целей объединения была как раз возможность интеграции инфраструктуры. Интеграционные процессы начались тогда же, в 2011 году. Объединение трех компаний новой биржи — НРД, ДКК и РП РТС — стало одним из важнейших событий для российской финансовой инфраструктуры, создав основные практические условия для появления в России центрального депозитария. НРД к моменту запуска проекта уже совмещал функции расчетного депозитария и банка Группы ММВБ, а в Группе РТС их выполняли два лица — ДКК и РП РТС. Идея объединения двух расчетных депозитариев многим казалась естественной, ведь та-

ким образом можно было решить несколько проблем. Во-первых, в России мог появиться центральный депозитарий де-факто (пока проблема не была решена на законодательном уровне). Во-вторых, объединенный депозитарий скорее был бы признан приемлемым с точки зрения требований правила 17f-7, регулирующего хранение активов американских инвестиционных компаний. Наконец, самое главное — российские участники рынка ценных бумаг получили бы возможность хранить свои активы в одном месте, экономя на издержках и повышая эффективность расчетов. Поэтому, как только в начале 2011 года стали появляться первые известия о предполагаемом объединении ММВБ и РТС, последующая интеграция двух расчетных депозитариев воспринималась как нечто само собой разумеющееся и давно ожидаемое», — говорит зампред правления НКО НРД Мария Краснова.

При объединении следовало добиться нескольких целей: исключить дублирующие функции компаний в рамках объединенной биржевой группы, а также обеспечить участникам рынка единую точку доступа к эффективной системе расчетов. В итоге было решено создать единую организацию, обеспечивающую расчеты как по ценным бумагам, так и по денежным средствам. Было решено, что интеграция состоится на базе НРД — путем переноса в НРД всех биржевых и востребованных внебиржевых расчетных сервисов ДКК и РП РТС. Далее предстояло определить, как технологически, юридически и административно будет проходить процесс перевода бизнеса из ДКК и РП РТС в НРД. В этом деле к тому же имелось отягчающее обстоятельство. Рынок невозможно остановить, каким бы важным ни был интеграционный проект. Так что операцию следовало проводить на полном ходу.

В то время когда этап планирования проекта был уже завершен, а концепция интеграции утверждена, появился новый проект закона «О центральном депозитарии», ставший впоследствии законом. Поэтому интеграционная концепция была уточнена с учетом положений нового законодательства.

И все получилось! Расчетные бизнесы были успешно объединены на платформе НРД, клиенты и активы — переведены на обслуживание в объединенный депозитарий. При этом были соблюдены базовые принципы проекта — непрерывность бизнеса и операционная надежность.

Сергей Иванов

Review биржевая инфраструктура

Инвестиционный стандарт

Уровень корпоративного управления, или весь комплекс мероприятий публичной компании по взаимоотношению с инвесторами, за последнее десятилетие на российском рынке заметно вырос. Компании уже не смущают оперативное и подробное раскрытие информации или наличие независимых членов в их советах директоров. Однако уровень защиты прав миноритарных акционеров оставляет желать лучшего. Ситуация изменится, когда главными критериями бизнеса для компаний станут конкурентоспособность и эффективность.

— корпоративное управление —

Тихие акционеры

Миноритарные акционеры отечественных компаний нередко остаются проигравшими в корпоративных конфликтах. В этом году ярким примером стала ситуация в компании «Фармстандарт» — крупнейшем российском производителе лекарств. В начале июля 2013 года «Фармстандарт» сообщил, что планирует приобрести сингапурскую компанию Bever Pharmaceutical за \$630 млн. Информацией о причинах сделки и о том, какие активы принадлежат этой компании, а также кто ее владелец, на момент объявления участники рынка не располагали. А «Фармстандарт» не торопился ее раскрывать. Одновременно производитель лекарств объявил о планах по реорганизации компании путем вывода в отдельную структуру бизнеса по выпуску безрецептурных лекарственных средств. В первый же торговый день после появления информации котировки ценных бумаг «Фармстандарта» рухнули. В Лондоне депозитарные расписки компании упали в цене на 17,9%, до \$16,5, акции на Московской бирже подешевели на 8,6%, до 2 тыс. руб. В дальнейшем падение продолжилось — за три дня компания лишилась половины капитализации. Лишь через несколько дней после объявления «Фармстандарт» признал, что владельцем сингапурской компании является член совета директоров компании Александр Шустер. Впоследствии акционеры компании одобрили и приобретение Bever, и реорганизацию бизнеса. Однако теперь «Фармстандарту» придется выкупить акции у акционеров, проголосовавших против или не участвовавших в собрании. А котировки его ценных бумаг за прошедшие четыре месяца так и не восстановились.

Комментирруя подобные истории, эксперты неизменно упоминают низкое качество корпоративного управления в российских компаниях. В чем же заключается это управление, какие требования к нему предъявляют прежде всего зарубежные инвесторы? Обычно это целый ряд требований. Одно из основных — сильный и сбалансированный совет директоров», — рассказывает старший менеджер PwC Елена Дубовицкая. По ее словам, инвесторов волнует наличие в совете по-настоящему независимых и профессиональных директоров. «Другими требованиями, как правило, являются наличие четкой и понятной стратегии, эффективный менеджмент, а также прозрачность и раскрытие информации», — поясняет госпожа Дубовицкая. Кроме того, есть требование к регулярно раскрытию информации, прежде всего по международным стандартам. Крайне пристально инвесторы оценивают и систему риск-менеджмента компании, независимого внутреннего аудита. «И, естественно, их волнуют ме-

ханизмы реализации прав миноритарных акционеров», — добавляет эксперт.

Все это входит в понятие лучших стандартов корпоративного управления (corporate governance best practices). И в части внедрения в практику российских компаний этих стандартов эксперты отмечают очевидный прогресс. «Уровень корпоративного управления компаний в России постепенно повышается. В силу разных причин — как внешних, так и внутренних. С одной стороны, все больше компаний стремятся совершенствовать практику корпоративного управления и повышать свою прозрачность, чтобы соответствовать ожиданиям инвесторов, как российских, так и международных. С другой стороны, мы видим и влияние внешних стимулов — это и изменение корпоративного законодательства, и разработка новой редакции российского кодекса корпоративного управления, а также ряд инициатив государства по улучшению работы советов директоров госкомпаний», — говорит госпожа Дубовицкая.

Действительно, до 2004 года лишь четыре российские компании провели IPO на зарубежных рынках. В последующие годы первичное размещение за рубежом провели почти четыре десятка компаний. Почти две сотни российских компаний и банков разместили еврооблигации. Если еще десять лет назад регулярную отчетность по МСФО публиковали от силы полтора-два десятка российских эмитентов, то в настоящее время сотни эмитентов (за исключением разве что дочерних предприятий), как минимум, раз в год раскрывают эту отчетность. В апреле этого года после длительного перерыва опубликовала отчетность по МСФО и такая информационно закрытая компания, как «Сургутнефтегаз». Для российских банков это вообще законодательное требование. В ближайшее время новый сервис по раскрытию информации компаний будет запущен на сайте Национального расчетного депозитария (входит в группу «Московская биржа»), выполняющего функцию центрального депозитария.

Громкие результаты

Однако количественная оценка роста уровня корпоративного управления по большинству компаний отсутствует. Ни одного авторитетного международного рейтинга уровня корпоративного управления российских компаний никто не издает — ни в России, ни за рубежом. Единственный национальный рейтинг корпоративного управления компаний публикует Российский институт директоров (РИД) в консорциуме с рейтинговым агентством «Эксперт РА». Однако в открытом доступе раскрыта информация всего по 13 отечественным компаниям. До 2011 года оценку качества корпоративного управления проводило международное рейтинговое агентство Standard & Poor's.

По каким-то отдельным критериям, будь то число корпоративных конфликтов, или по количеству избираемых независимых директоров, сделать объективный вывод об уровне корпоративного управления российских компаний не получится, считает заместитель исполнительного директора Ассоциации по защите прав инвесторов (АПИ) Александр Шевчук. «Даже если взять статистику АПИ по количеству избираемых независимых директоров, то эта статистика будет очень ровной. Мы работаем уже 10 лет и в год назначаем примерно 30–40 независимых директоров в компании», — рассказывает он. По словам господина Шевчука, особой динамики здесь хоть и не наблюдается, но и угрожающего роста корпоративных конфликтов с миноритариями на рынке нет.

У Российского института директоров есть свои исследования развития практики корпоративного управления компаний в России. В одном из них первый заместитель директора РИД Владимир Вербицкий приводит оценки того, как развивалась практика корпоративного управления российских компаний в период 2004–2011 годов. Оценка производилась на основе четырех аспектов корпоративного управления: обеспечение прав акционеров, деятельность органов управления и контроля, раскрытие информации и корпоративная социальная ответственность. Существенная положительная динамика за указанный период наблюдалась по трем направлениям — управлению и контролю, раскрытию информации и социальной ответственности компаний. Зато ситуация в обеспечении прав акционеров с 2004 года практически не изменилась даже и за такой внушительный срок.

Недавно Sberbank Investment Research (SIR) опубликовал исследование о влиянии качества корпоративного управления на капитализацию компаний. Эксперты SIR проанализировали 160 событий из области корпоративного управления за последние десять лет. И оценили такие факторы, как смена собственности, выплата дивидендов, соблюдение прав миноритарных акционеров и др. В результате эксперты SIR пришли к выводу, что ни одно событие, будь то переход компании на МСФО или смена независимых директоров, не оказывает такого влияния на капитализацию компании, как ущемление прав миноритарных акционеров. Согласно оценкам SIR, нарушение прав миноритариев приводит к падению котировок компании в среднем на 24% за месяц и на 40% по итогам полугодия.

Расчеты экспертов SIR подтверждаются и на уровне отдельных компаний. К примеру, АПИ, в которую входит 30 крупных инвестиционных фондов с объемом вложений \$28 млрд в российские компании, отставала интересы миноритариев не только в конфликте с фармацевтической компанией, но и в конфлик-



При лечении корпоративных конфликтов миноритарные акционеры российских компаний нередко получают только горькое лекарство

тах акционеров с «Седьмым континентом», «Ингосстрахом» и «Сильовыми машинами». В очередном конфликте — между «Роснефтью» и акционерами «ТНК-BP холдинга» (теперь «РН холдинг») — АПИ пыталась отстоять права миноритариев (фонды Templeton Emerging Markets Group, Allianz Investments и Prosperity Capital), не согласных с ценой выкупа их акций.

Совсем недавно Россия сенсационно впервые вошла в сотню стран авторитетного рейтинга Doing Business, с которым эксперты Всемирного банка оценивают уровень легкости ведения бизнеса в стране. В этом году Россия улучшила свое положение сразу на 19 позиций, сделав скачок со 111-го места на 92-е. Только по трем показателям из десяти Россия ухудшила свое положение. В частности, по показателю «защита инвесторов» страна снизилась со 113-го на 115-е место. В то время как амбиции властей распространяются на двадцатку стран и уже к 2018 году.

Все дело в специфике российского бизнеса. Действительно, самой характерной чертой российских компаний является высокая концентрация бизнеса в руках одного или нескольких доминирующих акционеров. Например, во многих американских публичных компаниях доля крупнейшего акционера не превышает 10%, а free float приближается к 100% (то есть в их составе нет контролирующего инвестора). В подавляющем большинстве российских публичных компаний контрольный пакет принадлежит одному или нескольким акционерам, совмещающим нередко и управляющие функции. Неудивительно, что часто такие компании продолжают управляться ими как частные фирмы.

Тонкая настройка

Наиболее продвинутые в области внедрения corporate governance best practices российские частные и государственные публичные компании основными драйверами общего повышения качества корпоративного управления в России, по мнению господина Вербицкого, уже не станут. Они достигли определенного потолка и больше занимаются тюнингом своего уже довольно неплохо-

го корпоративного управления, считает он. Драйверами могут стать компании среднего бизнеса, чьи владельцы отходят от оперативного управления. Дополнительными драйверами развития корпоративного управления отечественных компаний становятся инициативы государства. Увеличивается количество независимых директоров в компаниях, чиновники выведены из советов директоров. В ноябре в Госдуму был внесен законопроект об ограничении размера «золотых парашютов» топ-менеджеров госкомпаний их средним шестимесячным заработком. «Государство все чаще обращается за консультациями по вопросам корпоративного управления к специалистам — в частности, инициируется создание различных комитетов и рабочих групп. В этой связи есть основания ожидать проведения масштабных проектов по реформированию системы корпоративного управления в госкомпаниях в преддверии приватизации», — отмечает Елена Дубовицкая.

Еще одним важным событием должно стать принятие новой версии Кодекса корпоративного управления. Над документом не один год работал экспертный совет по корпоративному управлению при ФСФР, на практике применять его будет ЦБ. Ряд положений кодекса уже прописан в требованиях к эмитентам, проходящим процедуру листинга на российских биржах. Новый кодекс, конечно, нужен. Хотя законодательство, направленное на защиту прав акционеров в России, уже во многом является более передовым, нежели в ряде развитых стран. «У нас у акционеров есть возможность кумулятивного голосования. А, например, в Великобритании такой возможности у миноритариев нет», — отмечает Александр Шевчук. По его мнению, главный тренд — это повышение активности миноритариев в управлении компаниями, от которых инвесторы хотят эффективности. А господин Вербицкий уверен, что российские компании приходят к пониманию: внедрение тех или иных стандартов корпоративного управления должно быть вызвано только такими понятиями, как конкурентоспособность и эффективность.

Мария Глушенкова

Переход от частного к общему

— перевод активов —

Одним из ключевых моментов создания и успешного функционирования центрального депозитария на базе Национального расчетного депозитария (НРД) стал перевод активов в новую структуру. Основная их часть была переведена в НРД всего за месяц. Участники рынка отмечают, что в основном временные трудности перевода средств из реестров. Вместе с тем подписанное акционерное соглашение позволяет участникам рынка оказывать влияние на управление центральным депозитарием.

Реестры — для акционеров, депозитарии — для инвесторов

Исторически российский рынок ценных бумаг развивался таким образом, что реестродержатели (или регистраторы) появились раньше, чем депозитарии, и первоначальный учет активов осуществлялся на лицевых счетах, открытых в реестрах акционеров. Депозитарии также имели возможность учитывать активы инвесторов, предлагая дополнительные сервисы, в первую очередь расчетные, которые отсутствовали у реестродержателя. По словам руководителя управления учета бизнес-операций «Альфа-капитал» Елены Родиной, «раньше учет ценных бумаг осуществлялся в разных депозитариях и реестрах, что требовало постоянного отслеживания мест хранения при учете и расчетах с контрагентами». В результате при необходимости предварительного перевода бумаг в другое место хранения возникали дополнительные затраты по сделке, задержки в сроках.

Одним из существенных отличий между регистраторами и депозитариями был принципиально разный подход к построению тарифной модели. Хранение активов на лицевых счетах реестродержателей было бесплатным, но операции по счетам стоили довольно дорого. Вместе с тем тарифная модель депозитариев предполагала плату за хранение, но плата за проведение операций была меньше. Как отмечает заместитель гендиректора «Рай. Ман энд Гор секьюритиз» Виталий Сырин, «для тех, кто хранил ценные бумаги в реестре, процедура перерегистрации была дорогой, трудозатратной и занимала много времени». Дорого — из-за тарифов реестродержателя, которые он устанавливал сам, сложно — из-за наличия у каждого реестродержателя своего документооборота (как правило, только бумажного). Особенностями того периода также являлись отсутствие договорных отношений между реестродержателями и зарегистрированными лицами, множественность реестродержателей с разными тарифами и условиями обслуживания. Таким образом, регистраторы оказывались более выгодными для тех инвесторов, которые редко меняли структуру своего портфеля. Депозитарии предоставляли возможность оперативно управлять своим портфелем в зависимости от конъюнктуры рынка.

НРД, как и любое иное зарегистрированное в реестре акционеров лицо, имел лицевой счет в каждом реестре акционеров, при этом между реестродержателями и зарегистрированными лицами не было заключено никаких договорных отношений. Зарегистрированное лицо, передающее ценные бумаги, подаваемое в одностороннем порядке передаточное распоряжение реестродержателю и ожидало ответа три-пять

дней в зависимости от результата. При этом принимающая сторона вообще могла быть не в курсе того, что на ее лицевой счет поступили какие-либо активы.

Таким образом, в России сложилась крайне запутанная система хранения ценных бумаг. В частности, неоднозначным оставался ответ на вопрос, кто дает финальное подтверждение прав собственности. Все время возникали разночтения, регистратор или депозитарий, какова роль, например, расчетного депозитария биржи в смене собственника. В результате иностранные инвесторы предпочитали отказываться от инвестирования в Россию, нежели разбираться с российской системой учета.

С появлением закона «О центральном депозитарии» многое упростилось. Все сконцентрировано в одном месте. Централизация, в свою очередь, снижает любые операционные риски, возможность недобросовестного поведения того или ино-

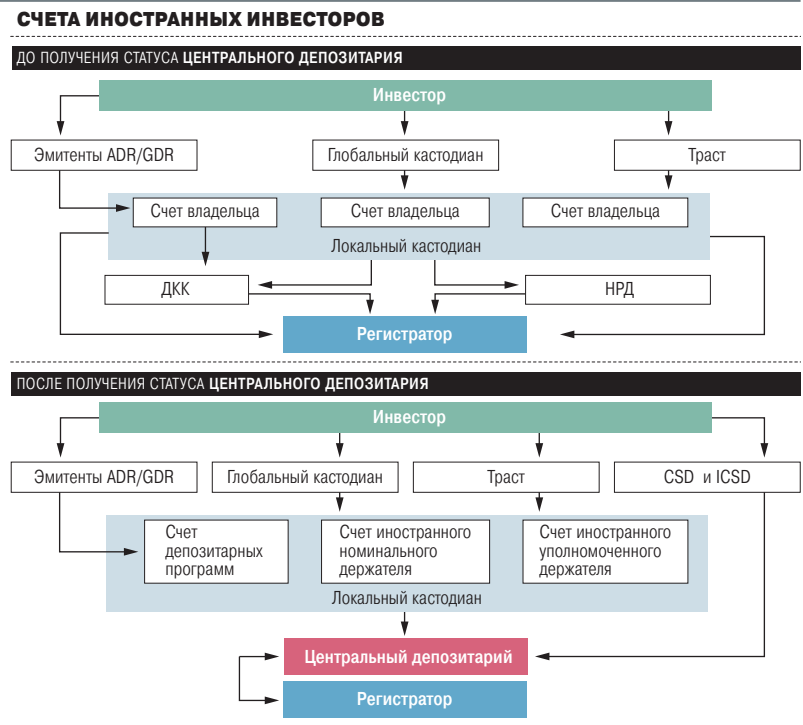
го участника учетной системы, упрощает расчеты из-за эффекта масштаба, ускоряет транзакции, потому что все автоматизировано, ускоряет процесс обмена информацией. Центральный депозитарий снимает риски защиты прав собственности. Теперь финальные права подтверждает центральный депозитарий, он несет всю ответственность, и это прописано законом.

Концентрация активов в центральном депозитарии повысила эффективность работы с ними, соглашались участники рынка. За счет делегирования особыми полномочиями и обязательствами центрального депозитария в соответствии с законом о нем повысилась надежность хранения (теперь исключены многие схемы мошенничества с ценными бумагами) и соблюдения прав акционеров. Впрочем, участники рынка отмечают и риски централизованного хранения активов. В частности, Виталий Сырин указывает, что «при серьезной технической проблеме на

Основные изменения, связанные с вступлением в силу закона «О центральном депозитарии»

Возможность открытия счета иностранного номинального держателя иностранным центральным депозитарием. Признание НРД в качестве «приемлемого депозитария», согласно правилу 17f-7. Обязательность осуществления обмена информацией и документами в электронной форме при взаимодействии ЦД с его клиентами и реестродержателями. Открытие в реестрах лицевых счетов номинального держателя центрального депозитария исключает возможность открытия другим депозитарием лицевых счетов номинального держателя. Ограничения по видам счетов депо, открываемых ЦД депонентам. Осуществление операций в реестре по лицевому счету номинального держателя

центрального депозитария на основании встречных поручений. Оказание центральным депозитарием услуг по хранению резервной копии реестра владельцев именных ценных бумаг. Сверка записей по лицевому счету номинального держателя центрального депозитария в реестре, исправление ошибочных записей по лицевому счету номинального держателя центрального депозитария только с согласия ЦД. Подтверждение центральным депозитарием данных о владельцах ценных бумаг для осуществления прав по ценным бумагам. Обеспечение центральным депозитарием постоянного доступа для депонентов к данным их счетов депо в электронной форме.



стороне НРД возникнет перерыв или сбой в работе всех его клиентов. Это, безусловно, критично, поскольку существует риск не исполнить вовремя обязательства, закрепленные в условиях договоров клиентов центрального депозитария, что, в свою очередь, может повлечь репутационные и финансовые потери.

ЦД — для всего рынка

Процесс подготовки НРД к работе в рамках закона «О центральном депозитарии» начался еще до присвоения НРД статуса центрального депозитария. Основной задачей по обеспечению исполнения НРД функций центрального депозитария стала организация массового перевода активов из реестров в центральный депозитарий в течение марта 2013 года (транзитный период) и открытие (переквалификация) счетов номинального держателя центрального депозитария (НДЦД) в реестрах. При этом необходимо было обеспечить минимизацию создания проблем

(технических и материальных) всем участникам рынка при переходе на новую модель.

По времени перевод активов проходил следующим образом. 14 марта произошла переквалификация первого счета на Московской бирже. К 16 апреля, то есть через месяц после начала, был переквалифицирован 1161 счет. Задержка произошла со счетами «Газпрома» (см. интервью с Эдди Астаниным). Но уже 2 сентября в реестре акционеров «Газпрома» счет НРД переквалифицирован в лицевой счет номинального держателя центрального депозитария (НДЦД). Тогда же началась переквалификация счетов номинального держателя в счет НДЦД в реестрах паев. Всего на настоящий момент открыто или переквалифицировано более 1360 счетов НДЦД. При этом если на начало марта объем активов в НРД оценивался в 13 трлн руб., то к 31 марта он вырос до 17 трлн руб., а к 29 сентября составлял уже 20,4 трлн руб.

Review биржевая инфраструктура

«Мы заинтересованы в том, чтобы рынок был в России»

— первые лица —

— Однако ЦБ уже озаботился проблемой риска концентрации рынка ОФЗ в системах Euroclear и Clearstream. Когда какая-то часть какого-то российского рынка — госбумаг, первичного размещения акционерного капитала и т. п. — уходит на Запад, то, как бы мы ни приветствовали у нас создание МФЦ, высказывается озабоченность, не слишком ли мы отдаем все иностранцам. Каково ваше видение этой ситуации?

— Я считаю, что в этом вопросе поведение регулятора абсолютно естественно. Мы предоставили более простой, технологичный и более привычный для иностранцев доступ к локальному рынку госдолга. При этом, безусловно, регулятор должен понимать потенциальные риски турбулентности, которые возникают при поведении участников рынка в кризисные моменты. Вспомните 1998 год. Поэтому доля нерезидентов в объеме рынка является индикатором потенциальных рисков возникновения такой турбулентности. И те действия регулятора, о которых вы говорите, были связаны с обоснованием целесообразности введения на рынке госдолга института российских банков — маркет-мейкеров. Такой институт существует на развитых рынках, он был до кризиса 1998 года в России в виде института первичных дилеров рынка ГКО-ОФЗ. Этот механизм является стабилизирующим, то есть, какова бы ни была конъюнктура, существует стабилизатор, который позволяет демпфировать резкие колебания. С этой точки зрения посылы были правильными.

Но сейчас мы вышли на некий стабильный уровень доли иностранцев на рынке ОФЗ — 20–22%. Сначала это был рост от 4% до 20%. Летом конъюнктура начала глобально меняться, иностранцы стали продавать ОФЗ и уходить в другие инструменты. Сейчас мы видим снова небольшой приток. То есть ситуация в настоящее время стабильная и достаточно комфортная. Но мониторинг динамики доли иностранцев на рынке госдолга оправдан, это нормально.

— То есть НРД все равно, где рынок — в России или за рубежом?

— Нет. Мы, безусловно, заинтересованы в том, чтобы рынок был в России, чтобы здесь проводились аукционы, первичные размещения, расчеты и чтобы к нам приходил капитал, а не уходил от нас. Поэтому одна из наших задач в краткосрочной перспективе, за 2014 год, — создать такие условия, чтобы иностранцам было удобно торговать и рассчитывать здесь, в привычных для них стандартных условиях с точки зрения продуктовой линейки и издержек.

Простой пример: налоговый режим и доступ иностранных инвесторов через международные центральные депозитарии на российский рынок. В отношении ОФЗ вопрос налогообложения не актуален: там нет налогов. Опыт работы с гособлигациями показал, что связи с иностранными депозитариями эффективны. Следующий шаг — рынок акций, тем более что мы собираемся проводить приватизационные IPO в России. Логично ведь иметь два канала ликвидности — российский и зарубежный. В контексте обсуждения допуска иностранцев оказалось, что действующая система налогообложения неприемлема для иностранных участников, потому что требования к раскрытию информации для целей получения налоговых вычетов настолько жесткие, что провайдеры не обеспечивают сбор информации в нужный момент в нужном объеме. Поэтому мы несколько месяцев обсуждали этот вопрос с регуляторами, юристами, иностранными участниками для того, чтобы подготовить изменения в Налоговый кодекс и закон «О рынке ценных бумаг», которые сделают систему налогового администрирования по иностранным счетам гибкой и стандартизированной, как во всем мире. Я надеюсь, что до конца года эти поправки будут приняты на всех уровнях, тогда со следующего года мы получим дополнительный приток ликвидности уже на рынок акций



ВЛАДИМИР ЗЕЛЕНСКИЙ

и корпоративных облигаций. В чем, я думаю, наши эмитенты очень заинтересованы.

— Если бы эти законодательные нормы действовали уже к моменту IPO АЛРОСА, переподписали на акции были бы больше, чем в объявленных полтора раза, учитывая, что 85% бумаг купили иностранцы?

— Я думаю, больше. Реальный спрос на российские активы существует. Есть две области, где мы еще достаточно слабы. Первая — это налогообложение и раскрытие информации, вторая — корпоративные действия. Мы недавно провели роуд-шоу в Нью-Йорке и Бостоне, где встречались с глобальными казначействами и инвесторами. Тема, вызвавшая наибольший интерес инвесторов, — корпоративные действия и корпоративное управление в компаниях — российских эмитентах. Имеется в виду недостаточное и несвоевременное раскрытие информации о корпоративных действиях, сложность для миноритариев реализовать свое волеизъявление, повлиять на управление компанией. А такое игнорирование интересов инвесторов и не предоставление им возможности участвовать в управлении, получать дивиденды или голосовать является мощным тормозом для инвестиций в рынок акций. Поэтому инвесторы уходят в рынок расписок — главный конкурент локального рынка акций. Я уверен, что наличие технологических мостов с международными центральными депозитариями в купе с изменениями налогообложения и закона о рынке ценных бумаг и об акционерных обществах, которые дадут возможность, допустим, электронного голосования для всех типов инвесторов, включая иностранцев, — вот такая комбинация создаст хорошие условия для притока инвестиций на российский рынок акций. В этом случае размещения будут эффективными и с большими объемами, с последующей торговлей и расчетами здесь же, в России. Появится переток ликвидности из рынка расписок в рынок локальных инструментов. Это хороший стимул к конкурентной борьбе.

Региональный маневр

— Какие вы видите в целом актуальные направления развития сотрудничества центрального депозитария как инфраструктурной единицы с международными торговыми сообществами?

— Наша задача — занять такую нишу в глобальном ландшафте посттрейдинга, чтобы быть ценным звеном в этой глобальной сети центральных депозитариев, которое сложно исключить либо заменить каким-то другим эрзац-вариантом. Именно с этой точки зрения мы должны быть конкурентоспособными, надежными, хорошо капитализированными и обеспечивать весь спектр сервисов, продуктов и комфортную регуляторную среду для инвесторов. Да, мы имеем счета в международных центральных депозитариях Euroclear и Clearstream, недавно у нас открыл счет австрийский центральный депозитарий.

— Это большой рынок?

— По сравнению с Euroclear, наверное, не очень большой. В основном интерес инвесторов связан с рынком акций. Но я думаю, что этот рынок действительно заработает после то-

го, как вступят в действие поправки, связанные с новым режимом налогообложения.

Кроме того, у нас открыты счета центрального депозитария на двухсторонней основе с центральными депозитариями Белоруссии, Украины и Казахстана. У нас есть счета в центральных депозитариях Киргизии, Армении, Азербайджана. С одной стороны, мы обеспечиваем внешним инвесторам хранение инструментов локальных эмитентов, расчеты и корпоративные действия по ним. Наша вторая функция — обеспечение нашим клиентам доступа на какой-либо зарубежный рынок и возможность работы на нем. И мы, конечно, заинтересованы в том, чтобы НРД был региональным международным центральным депозитарием, где наши клиенты могли получить возможность проведения операций по хранению, расчетам, корпоративным действиям в разных валютах с ценными бумагами российских эмитентов и эмитентов стран СНГ, то есть единым окном доступа в этот регион. Помимо этого мы начали дискуссию более прикладного плана, после того как подписали меморандум о взаимопонимании, о сотрудничестве с польским центральным депозитарием, с японским центральным депозитарием.

Я считаю, что азиатский рынок с точки зрения источника инвестиций для России очень перспективен, но мы там пока слабо представлены. Именно поэтому мы вместе с нашими коллегами из японского центрального депозитария, южно-корейского центрального депозитария прорабатываем вопрос предоставления информации азиатским инвесторам о том, что происходит в России, как получить доступ на российский рынок. Мы должны еще пройти этот путь, но опыт общения с азиатскими инвесторами — и непосредственно, и в партнерстве с глобальными казначействами типа JPMorgan Chase — показывает, что у азиатской группы глобальных инвесторов есть интерес к России. Поэтому наша стратегическая задача — быть ценным элементом в глобальной сети посттрейдинговой инфраструктуры, востребованным для доступа на российский рынок, стать региональным хабом ликвидности.

— А на российском рынке готовы НРД работать в качестве центрального депозитария не только с Московской биржей? Понятно, что сейчас она фактически монополист, а если конъюнктура изменится?

— НРД входит в группу Московской биржи исторически, и, безусловно, для нас она является ключевым стейкхолдером. Но мы, например, обеспечиваем расчеты по сделкам и на Санкт-Петербургской валютной бирже. Кроме того, есть еще один рынок, порой сопоставимый по объемам с биржевым, — это внебиржевой рынок. И мы уже сейчас обеспечиваем расчеты на этом рынке по госбумагам и акциям. Появится новый клиринговый центр или новая биржа — мы будем обеспечивать сервисы и расчеты для них на недискриминационной основе, поскольку это требование к центральному депозитарию прописано в законе. В этом плане моя позиция состоит в том, что, предоставляя сервисы ЦД для других рынков или организаторов торгов, де-факто происходит экспорт услуг и сервисов группы Московская биржа, что в конечном счете приносит прибыль группе в целом.

— И если говорить о внебиржевом рынке, как происходит ваше взаимодействие с Bloomberg, через который заключаются сделки репо с ЦБ с корзинной бумагой?

— Этот проект оказался очень успешным, даже превзошел наши ожидания в момент запуска. Если в апреле, когда мы начали предоставлять услугу, соглашение о подклинении подписали 11 банков, то сейчас их более 130. На начальном этапе проекта под управлением НРД находилось обеспечение по операциям репо на сумму примерно несколько миллионов рублей. Сейчас, по истечении шести месяцев, уже более 700 млрд руб.

Вообще, в индустрии центральных депозитариев управление обес-

печением — это глобальный мейнстрим. И в стратегиях многих центральных депозитариев это целевой с точки зрения алокации ресурсов, времени и усилий продукт. Под управлением центрального депозитария находится много активов. Инвесторы предпочитают совершать сделки с различным обеспечением — бумаги, валюта, золото. Вот и мы создали такой продукт и готовимся его пристыковать к биржевому репо.

— Каким образом?

— Это не сверхсложная задача. На внебиржевом рынке репо НРД выполняет функции клиринга и управления обеспечением, на биржевом — клиринг осуществляет НКЦ. Наша задача — обеспечить связь между НКЦ как клиринговым центром и нашим продуктом по управлению обеспечением. Просто клиринг на биржевом репо будет осуществлять другой провайдер, а система управления обеспечением останется той же самой. Наш продукт — управление обеспечением — можно стыковать с разными типами сделок в разных комбинациях. На Санкт-Петербургской валютной бирже есть такой проект: с их рынок репо мы свою систему управления обеспечения совмещаем.

— Однако Bloomberg как провайдер именно внебиржевых услуг, видимо, не слишком заинтересован в развитии подобных проектов...

— Bloomberg не обеспечивает клиринг, он обеспечивает подачу заявок и заключение сделок. Да, биржевой и внебиржевой рынки конкурируют. Но в этом случае инвестор выигрывает. У него есть выбор, осуществить сделку через Bloomberg либо заключить сделку через биржу. И тот, и другой продукты имеют свои достоинства и недостатки. На внебиржевом репо имеется прямой доступ к Банку России, и в какой-то степени это дешевле. На биржевом репо можно торговать с большим количеством инструментов в одну торговую позицию — вы можете продать бумаги в репо, тут же купить другие и т. д. Либо продать бумаги и купить валюту, то есть создается единый финансовый супермаркет. Есть выбор — есть конкуренция.

— Один из важнейших проектов НРД на внебиржевом рынке — репозитарий, который собирает отчеты участников о внебиржевых сделках. С 5 ноября участники внебиржевых сделок репо и валютный своп должны отчитываться о них в одном из репозитариев. Какое количество участников решило работать с вами?

— Сейчас у нас заключено более 500 соглашений с участниками репозитарной деятельности, среди которых не только банки, но и корпорации, и страховые компании. Это достаточно много. В преддверии 5 ноября, первого дня обязательной отчетности по сделкам репо и валютный своп, участники рынка все активнее подключались и тестировали режим. Мы, конечно, испытывали определенное напряжение, потому что пропускная способность наших клиентских подразделений ограничена. Мы были вынуждены в момент нарастания этой волны часть сотрудников снять с их основной деятельности и перераспределить на клиентский сервис для того, чтобы обеспечить своевременные ответы на звонки и письменные запросы.

— Два года назад вы говорили о том, что есть планы по сокращению 99-процентной доли Московской биржи в капитале НРД в пользу миноритариев. В какой мере осуществлялись эти планы?

— Соглашение между миноритарными акционерами НРД и Московской биржей как главным его мажоритарным акционером содержит в том числе пункт о том, что каждый год пять акций может быть продано пяти новым акционерам. С момента подписания соглашения количество акционеров НРД увеличилось с 32 до 37. Было продано несколько акций регистраторам, они раньше вообще не участвовали в управлении депозитарием. Сейчас они стали акционерами, и это в определенной степени способствовало уходу от конфронтации между

НРД и регистраторами в момент создания центрального депозитария. Мы в июне вынесли на утверждение собрания акционеров изменения в устав, которые дают нам возможность продавать акции и иностранным участникам, другим центральным депозитариям, например. Поэтому я полагаю, что список акционеров будет расширяться.

— Кто-то из иностранцев уже купил акции НРД?

— Пока еще нет, потому что изменения в устав были внесены в июне, затем мы регистрировали их в Банке России. Вообще, это процедура небыстрая: сначала наблюдательный совет НРД должен одобрить покупку акций новым акционером, а потом наблюдательный совет биржи дополнительно со своей стороны утверждать такую сделку. То есть процесс занимает несколько месяцев. Но я полагаю, что через некоторое время у НРД появятся новые акционеры.

Сервисный вызов

— Можете ли вы назвать какую-нибудь инициативу, которая была выдвинута членами наблюдательного совета НРД из числа участников рынка, которая была бы реализована?

— Да. Есть два типа сервисов, которые сейчас очень востребованы, в которые мы инвестируем свои средства и ресурсы. Первый — это расчеты на условиях «поставка против платежа» на внебиржевом рынке. В момент нашей интеграции с ДКК со стороны ряда брокеров и банков — пользователей ДКК было пожелание сохранить этот востребованный сервис. Наша задача состояла в том, чтобы не только сохранить и перенести на платформу НРД данные сервисы, но и развить их. Мы это сделали. Сейчас в этом режиме идут расчеты по акциям в валюте на внебиржевом рынке, с января их динамика очень высокая.

Вторая инициатива — это центр корпоративной информации. Инвесторы тратят много денег и ресурсов на то, чтобы собрать разные фрагменты информации, проверить ее и получить полное описание ценной бумаги и ее параметров, динамики либо информацию о корпоративном действии и так далее. Сейчас мы вместе с нашими миноритариями, которые входят в наблюдательный совет в комитет пользователей, а также с членами нашего Международного консультационного комитета, подготовили обращение к регулятору с тем, чтобы внести изменения в закон и сделать центральный депозитарий официальным источником корпоративной информации, а также обязать эмитентов передавать корпоративную информацию в центральный депозитарий.

Во всем мире считается хорошим тоном, если существует законодательное обязательство для эмитентов рапортовать информацию в центральный депозитарий. Не все страны, даже развитые, могут этим похвастаться. Хотя спрос на такой источник информации на рынке очень большой. Компаниям приходится привлекать дополнительные ресурсы для сбора и сверки информации. Создание центра корпоративной информации позволит сократить издержки участников и перераспределить выделенные ресурсы на что-то другое, более актуальное для них. В сентябре мы приобрели промышленную платформу, которая предназначена для сбора корпоративной информации, сверки, верификации и распространения ее пользователям. И это пример того, как инициатива и спрос со стороны членов набсовета и клиентов способствовали инвестированию с нашей стороны значительных средств и времени в развитие данного направления.

— Решение каких проблем вы считаете для себя принципиальными в перспективе?

— У нас есть три типа задач, которые для нас являются вызовом. Первый, о котором я уже говорил: мы открываем рынок для внешнего мира. При этом инфраструктура российского финансового рынка должна соответствовать ожиданиям иностранных участников. Зарубежные рынки

развивались десятилетиями и столетиями — у нас всего 15-летний период развития. Вот поэтому нам надо совершить рывок и внедрить те сервисы, продукты и стандарты, которые уже присутствуют на международном финансовом рынке.

— Например?

— Например, значительное улучшение технологий проведения и участия инвесторов в корпоративных действиях. При проведении корпоративных действий должно использоваться электронное голосование. Никакой бумаги. Планируется корпоративное действие — информация заблаговременно распространяется всем заинтересованным участникам, которые, получив ее и обработав, сделали электронные инструкции и отослали их регистратору или эмитенту. Для этого в том числе требуется масштабный переход от локальных стандартов обмена информацией и сообщениями к общепринятым форматам и стандартам ISO и SWIFT.

Вторая большая тема — администрирование. Приходит к нам крупный глобальный инвестор с вопросом: «Мы хотим уйти с рынка депозитарных расписок на рынок акций. Что нам для этого надо сделать?» А для этого они должны подготовить огромный пакет апостилированных документов и подождать еще пять-семь месяцев, чтобы открыть банковский счет, встать на учет в налоговую инспекцию и так далее. Инвестор говорит: «Все, спасибо, мы останемся лучше там, где уже работаем». То есть административный барьер для входа на российский рынок настолько высок сейчас, что инвесторы проще откажутся. А как должно быть? Приносит инвестор, условно говоря, в одно окно документы, получает пакет документов — банковский счет, учет в налоговой инспекции, электронный ключ для подписания инструкций в электронном документообороте. Это должно занимать всего несколько дней. Решение этой задачи возможно только во взаимодействии с регулятором.

Отдельная задача — развитие новых сервисов, приносящих дополнительную ценность для наших стейкхолдеров. Наши акционеры говорят: «Вы стали центральным депозитарием, обеспечиваете операционную и технологическую надежность. Это хорошо, но недостаточно. Создавайте новые сервисы, которые повысят стоимость компании для акционеров, дадут новые возможности для проведения расчетов по операциям инвесторам, для размещения бумаг — эмитентам». Такие сервисы мы уже внедряем. Например, торговый репозитарий дает возможность использовать ликвидационный неттинг. Или повысить эффективность исполнения сделки за счет использования хранения в центральном депозитарии актива. К примеру, если мне нужно исполнить контракт, но у меня нет денег сейчас, я могу свое обеспечение (ценные бумаги, валюту) здесь же заложить, получить кредит и исполнить сделку. Внедряя продукты и сервисы, которые лежат за пределами функции центрального депозитария, мы не только обеспечиваем свой дополнительный доход и доход наших акционеров в виде дивидендов, но и создаем более удобные сервисы для инвесторов, снижая их издержки.

И, наконец, третья глобальная задача для нас — интеграция в международную финансовую инфраструктуру таким образом, чтобы мосты, каналы перетока ликвидности проходили через нас с Запада на Восток и с Востока на Запад. Наша задача — стать востребованным элементом этой инфраструктуры, не периферийным, в который иногда кто-то заходит, а ее важнейшим учетным институтом. Для этого мы строим мосты с ведущими зарубежными центральными депозитариями, гармонизируем наши технологии и законодательство с требованиями глобальных инвесторов.

Вот три основные группы задач на ближайшие годы, решение которых поможет заметно повысить инвестиционную привлекательность российского финансового рынка уже в ближайшей перспективе.

**Интервью взял
Сергей Иванов**

Переход от частного к общему

— перевод активов —

Как отмечают участники рынка, наиболее востребованные схемы расчетов между контрагентами (например, поставка против платежа) проходили через расчетные депозитарии при биржах (ДКК, НРД). Поэтому большое количество ценных бумаг хранилось там уже давно и перевод в центральный депозитарий не вызвал существенных проблем. По словам Виталия Сырина, «да, тех, кто держал ценные бумаги в реестре акционеров, проблемы заключались

лишь в повышении тарифов держателями реестров, которые хотели компенсировать свои потери в связи с переходом клиентов в центральный депозитарий». Как отмечает Елена Родина, перевод ценных бумаг доверительного управления НПФ, находящихся на хранении в разных депозитариях, был достаточно трудоемким. «Сначала через соответствующие специализированные депозитарии были открыты счета депо в НРД, после чего бумаги переводились со старого счета на новый путем подачи отдельных поручений на каждую бумагу по каждому сче-

ту», — поясняет госпожа Родина. Участники рынка отмечают и определенные сложности при организации перевода и обновлении договорной базы, поскольку было непросто получить консультации и узнать, на какой стадии находится обработка документов из-за невозможности оперативно связаться с контрагентом НРД по причине их высокой загруженности.

Вместе с тем участники рынка считают, что благодаря появлению центрального депозитария и упрощению инфраструктуры со временем доверие к российскому

рынку ценных бумаг, надежности хранения активов со стороны инвесторов будет только возрастать. Этому должно способствовать и подписание акционерного соглашения с внесением изменений в устав и иные внутренние документы НРД. Оно закрепило право пользователей на управление НРД и обеспечило баланс интересов мажоритарного и миноритарных акционеров. В соответствии с акционерным соглашением ежегодно до пяти крупных пользователей услуг НРД могут стать его акционерами и получить права на участие в управ-

лении. В скором времени к российским акционерам могут присоединиться и их зарубежные коллеги (см. интервью с Эдди Астаниным). Широкое представительство участников рынка ценных бумаг в акционерном капитале НРД (по принципу «один участник — одна акция») дает возможность пользователям услуг участвовать в определении его продуктовой линейки и тарифной модели, то есть контролировать стоимостные и качественные характеристики сервисов.

Иван Сергеев