



**Константин Корищенко**  
заместитель Председателя Банка России,  
Председатель Совета директоров НДЦ

## У НАС БЫЛО БОЛЬШОЕ ПРЕИМУЩЕСТВО И БОЛЬШАЯ ПРОБЛЕМА — МЫ НАЧИНАЛИ С НУЛЯ

В СВОЕМ ОЧЕРКЕ, НАПИСАННОМ ДЛЯ КНИГИ «ИСТОРИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА: ДЕПОЗИТАРИИ И РЕГИСТРАТОРЫ», КОНСТАНТИН КОРИЩЕНКО РАССКАЗЫВАЕТ ИНТЕРЕСНЫЕ ВЕЩИ О СВОЕМ ПРИХОДЕ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК, О ПЕРВЫХ БИРЖАХ, О РАБОТЕ В ЦЕТРОБАНКЕ, НО ДЛЯ ЖУРНАЛЬНОЙ ПУБЛИКАЦИИ МЫ Взяли ту его часть, где речь идет о создании депозитарной системы в России. Отрывками из очерка Константина Корищенко мы открываем блок воспоминаний тех, кто стоял у истоков российского рынка и принимал непосредственное участие в его становлении.

### ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ

В середине 1990-х гг. начались серьезные проработки учетного механизма. Мы на рынке ГКО тогда точно понимали, что никакой депозитарной модели, основанной на многоуровневом номинальном держании, быть не должно. И это не было случайностью, недопониманием или ошибкой. Исходный посыл заключался в том, чтобы выявить при торговле справедливую цену на товар, максимально сконцентрировать спрос и предложение в одном месте. Для этого было принято решение ограничить всеми возможными способами торговлю вне биржи.

Надо было централизовать и отрегулировать не только торговлю, но и денежные расчеты и депозитарный учет. Для этого

была выстроена система дилеров или уполномоченных участников, каждый из которых обеспечивал все 3 эти функции (торговлю, расчеты по деньгам, расчеты по ценным бумагам). Каждый из дилеров выполнял функцию субдепозитария при едином «центральной депозитарии». Собственно, эта двухуровневая модель с центральным депозитарием и субдепозитариями, без дальнейшего углубления системы учета собственности, сыграла очень большую роль после кризиса 1998 г. Удалось решить полностью проблемы собственников, независимо от того, обанкротились их банки и брокеры или нет. Так что созданная в начале 1990-х гг. система зарекомендовала себя очень позитивно в самый трудный период. Сейчас ее, конечно, следует реформировать, допустить больше

гибкости в организации торговли, и прежде всего в системе учета.

Важной в системе учета является понятие «номинальный держатель». Я, например, считал и до сих пор считаю, что концепция номинального держателя — как минимум спорная. Эффективный рынок основан на более или менее равномерном распределении информации и ее доступности. Если некто скрывается за номинальным держанием, то номинальный держатель, во-первых, де-факто становится барьером в потоках информации, и, во-вторых, сам становится владельцем этой информации. И ограничить ему возможность воспользоваться инсайдерской информацией сложно.

Да и острой необходимости теперь в номинальных держателях нет. Они были



нужны раньше, потому что стоимость перерегистрации ценных бумаг была большой, а скорость перевода — невысокой. Проще было сконцентрировать все бумаги у одного хранителя, для того чтобы ускорить процесс и удешевить его. С развитием же Интернета и различных технологий расчета в реальном времени потребность в промежуточных уровнях хранения исчезает. Постепенно мы приходим к тому, что все ценные бумаги будут храниться в одном глобальном депозитарии. Кстати, модель Национального депозитарного центра (НДЦ) на рынке госбумаг ближе всего к такой модели.

В конце концов, видимо, будет несколько крупных хранителей, имеющих между собой корреспондентские отношения, а другие не будут ломать голову о том, как организовать хранение бумаг.

А в середине 1990-х гг. одним из важнейших был вопрос о регулировании рынка ценных бумаг. Тогда существовали две его сферы. В сфере регулирования государственных ценных бумаг ответственными были Банк России и Минфин, а за сферу регулирования корпоративных ценных бумаг отвечал ФКЦБ. Было серьезное противоречие в этом вопросе, даже в концептуальном подходе построения депозитарного бизнеса. В частности, долго спорили о разделении функций между депозитариями. Появлялись предложения о разделении на депозитарии-хранители и депозитарии-попечители. Постоянно делались попытки разрешить эти споры административным путем.

В ряду этих решений был и Указ Президента о создании Центрального депозитария, вышедший в 1996 г. В него следовало сдать все государственные и негосударственные бумаги.

Уже тогда стал актуальным вопрос о создании одноуровневого депозитария. Систему, созданную в 1993 г., когда несколько десятков компаний-дилеров открывают

счета в ММВБ и у себя учитывают клиентов, мы планировали с течением времени поменять на систему, когда все счета на ММВБ открываются напрямую. Так, чтобы все хранилось в едином, если хотите, центральном депозитарии. На наш взгляд, это могло бы консолидировать весь рынок.

Такая депозитарная модель была необходима и для преодоления технических проблем. Точно так же, как в 1993—1994 гг. торговля на ММВБ велась в залах биржи, потому что технических решений организовать удаленную торговлю не было. С появлением в 1995 г. новой торговой системы с удаленными терминалами все изменилось.

В начале октября 1995 г. произошло важное событие — была открыта первая региональная площадка по торговле ГКО и облигациями федерального займа с переменным купоном на Сибирской межбанковской валютной бирже (СМВБ).

С нее начал создаваться межрегиональный торгово-депозитарный комплекс ММВБ, единая национальная система расчетов для торговли государственными ценными бумагами.

Но хочу подчеркнуть: речь о создании одноуровневого депозитария шла только для рынка государственных бумаг.

СМВБ стал первым региональным представителем и первым региональным расчетным центром на организованном рынке ценных бумаг. В дальнейшем к системе торговли ГКО/ОФЗ были подключены и другие валютные биржи. С тех пор трейдеры в региональных центрах смогли участвовать в торгах в одной торговой системе одновременно с московскими коллегами. Связь между регионами сразу стала осуществляться по спутниковому каналу, для надежности продублированному наземными каналами связи.

Средства теперь депонировались не на ММВБ, а на региональных биржах. Все рублевые расчеты по сделкам стали прово-

диться региональными расчетными центрами, а перевод денег между регионами по итогам торгов осуществлялся через Банк России день в день. Депозитарное обслуживание операций по ГКО/ОФЗ осуществлялось глобальным депозитарием ММВБ, доступ к которому для региональных дилеров обеспечивали региональные биржи.

Следует отметить, что система учета ценных бумаг и система хранения денежных средств всегда были разными. Система хранения денежных средств, как я уже сказал, с середины 1990-х гг. была распределена по регионам, а система хранения ценных бумаг продолжала оставаться централизованной. Все ценные бумаги хранились в одном месте.

В июне 1995 г. была введена система ЦТОСД (центр технического обслуживания субдепозитариев), и все операции, проводимые субдепозитариями в режиме реального времени, стали отражаться в единой базе данных. Фактически была централизована вся база технических данных по всем клиентским счетам.

## КАК НАРИСОВАЛИ НДЦ

Важное, хотя внешне не заметное, событие произошло в конце 1995 г. в Стокгольме. Мы ездили туда с Андреем Козловым и Николаем Егоровым знакомиться с работой Шведского центрального депозитария (VPC). У нас зашел спор на какую-то тему, в результате которого мы нарисовали на салфетке перспективную конструкцию инфраструктуры рынка ГКО. Наверху внешне простой схемы в виде звезды была торговая система, посредине клиринговая организация, от нее отходила расчетная организация и депозитарий. По этому пути мы все 10 лет и шли. Из ММВБ мы вскоре вывели расчетную часть, еще тогда включающую клиринг и депозитар-

## СПРАВКА

**1980—1984 гг.** — инженер НИИ молекулярной электроники;

**1984—1988 гг.** — старший инженер, ведущий инженер НИИ «Научный Центр»;

**1988—1989 гг.** — и.о. старшего научного сотрудника, ведущий инженер, заведующий лабораторией ВНИИ комплексных проблем полиграфии;

**1989—1989 гг.** — старший редактор, заведующий учебно-консультационным центром издательства «Юридическая литература»;

**1989—1992 гг.** — директор ТОО «Рябина Лимитед»;

**1992—1992 гг.** — директор АО «Руна»;

**1992—1995 гг.** — начальник Отдела вторичного рынка Управления ценных бумаг, заместитель начальника Управления ценных бумаг — начальник отдела по операциям на фондовом рынке Центрального банка Российской Федерации;

**1995—2000 гг.** — заместитель директора Департамента ценных бумаг, директор Департамента операций на открытом рынке Центрального банка Российской Федерации;

**2000—2001 гг.** — президент Некоммерческого Партнерства «Фондовая биржа РТС»;

**2001—2002 гг.** — управляющий директор ЗАО «Инвестиционная компания «Тройка Диалог»»;

**2002 г. — по настоящее время** — заместитель Председателя Центрального банка Российской Федерации.

**2006 г. — по настоящее время** — Председатель Совета директоров НДЦ



ную часть. Потом расчетные центры отделились, а в 1997 г. был выделен депозитарий в виде НДС. И только сейчас появилась самостоятельная клиринговая организация. Так нарисованная на салфетке в 1995 г. конструкция обрела реальность.

Времени на внедрение изменений было мало, но из-за того что рынок ГКО уже тогда играл важную роль, период 1995—1996 гг. был потрачен на развитие технической инфраструктуры и на различные баталии по моделям фондового рынка (тогда появился Закон «О рынке ценных бумаг» и целый ряд связанных с ним Постановлений и других законодательных актов). Много времени отнимали известные споры между ФКЦБ и ЦБ РФ. 1996 г. к тому же был годом выборов, и тогда, конечно, тоже было не до изменения инфраструктуры — актуальнее был вопрос о доступе нерезидентов на наш фондовый рынок, о привлечении в него денег. Так, действия, связанные с изменением инфраструктуры, были отодвинуты на более поздний период.

В то время я уже больше занимался вопросами размещения ценных бумаг и торговлей. Поэтому моя роль в становлении Национального депозитарного центра не столь важна, хотя я и был в январе 1997 г. в числе первых учредителей НДС.

Вот Андрея Андреевича Козлова можно без натяжки назвать отцом депозитарного дела в России. Он всегда был сильно заинтересован в его развитии и был главным вдохновителем и двигателем этого процесса.

Кстати, уже при открытии подразумевалось, что НДС будет заниматься не только государственными ценными бумагами. Круг его интересов будет более широким. И более того, он был нашим «ответом Чемберлену», потому что уже тогда позиционировался как кандидат на роль Центрального депозитария.

Рынок корпоративных бумаг на ММВБ начался после кризиса 1998 г. с торговли облигациями. Тогда в целях продажи нерезидентам, получившим «замороженные» активы, были выпущены облигации Газпрома, ЛУКОЙЛа. Потом постепенно на ММВБ начали заниматься и торговлей акциями.

В 2000 г. появился Интернет-трейдинг.

## ПОСТСКРИПТУМ

Все то, что связано с учетом ценных бумаг, безусловно, очень важно и требует правильной методологической поддержки. Но то, что касается операционной работы в этой области, слишком «наворочено», там много ненужного. Все это мы унаследовали от древних механизмов еще периода наличных ценных бумаг.

С моей точки зрения, ценные бумаги должны приближаться, по легкости их перевода, к денежным средствам. И вся депозитарная система должна резко упроститься. А причина того, что она не упрощается, в том, что чем сложнее и непонятнее система, тем большим источником дохода она является. Естественно, упрощение системы не входит в интересы крупных участников этого рынка. Еще недавно зарубежные кастодианы пугали своих западных клиентов, рассказывая о сложностях работы на российском рынке — огромных рисках, опасностях, сопровождающих поездки в Сибирь к регистраторам.

Получается, что, кроме инвесторов и некоторых специализированных компаний, стандартизация депозитарного процесса и его упрощение не выгодны никому! Именно поэтому совершенствование инфраструктуры — это задача государства.

И вообще все инновации в этой сфере идут очень тяжело, потому что каждый участник рынка думает: «Сегодня у меня есть моя ниша и мой кусок пирога. А вот введут какое-нибудь новшество, и неизвестно, останутся ли они у меня!» И второе его соображение: «Сегодня я делаю 50 операций в день и зарабатываю на каждом 2 руб., соответственно, 100 руб. в день, что меня устраивает. После инновации я смогу сделать 100 операций, но за счет усовершенствования они будут стоить по 1 руб. Зачем работать больше, получая столько же?» Контраргумент на это — завтра ты будешь делать не 100, а 200 операций и будешь получать 200 руб. Но психологический переход к тому, что завтра я буду продавать свою услугу дешевле, пусть в итоге получать больше денег, очень тяжело принимается.

Так же обстоит дело и с созданием Центрального депозитария. Все говорят, что он нужен, но люди боятся, что их доход, получаемый на депозитарном бизнесе, может быть перераспределен не в их пользу! Аргумент, что не урегулирован вопрос о его принадлежности, на мой взгляд, «шумовая граната», предназначенная для отвлечения от основного мотива. Поэтому и вопрос о собственности Центрального депозитария — это вопрос о том, насколько я сумею обеспечить при том или ином владельце сохранность своей доли в бизнесе.

Пытаясь бросить взгляд на процесс развития российского рынка ценных бумаг, охватывающий последние 15 лет, приходишь к главному выводу: все происходящие изменения были в значительной мере объективными, несмотря на всяческие субъективные действия его участников. С моей точки зрения заслуживает особого внимания то, насколько быстро все происходило. Некоторые укоряют: потрачено 10 лет, а Центральный депозита-

рий, так и не создан. Но давайте сравним время, потраченное на это в других странах, и станет ясно, насколько это ничтожный промежуток времени.

Во-вторых, все, что было сделано здесь у нас, сделано сознательно и целенаправленно, даже при всех петляниях. Во всяком случае, это не история Центрального депозитария во Франции. Там первый ЦД был создан в 1940 г. представителями окупанта — Германии, для того чтобы учитывать ценные бумаги, изъятые у французов.

Созданная в России за 10 лет полномасштабная учетная система быстро эволюционирует. При этом мы жили и живем в состоянии мощнейшей конкуренции со стороны внешнего мира (иностранного кастодианов, банков, бирж...). Поэтому вынуждены делать все быстро, иначе будем терять целые куски своего бизнеса. Именно поэтому, особенно после 2000 г., происходит быстрая консолидация всех бизнесов: банковского, депозитарного, брокерского. И вскоре, через 3—5 лет, никто не будет вспоминать о реалиях сегодняшней жизни, в частности о болезненном процессе переговоров о Центральном депозитарии. А сейчас мы находимся уже в финальной стадии его создания. Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) найден разумный компромисс: они говорят, пускай будет 2, 3 Центральных депозитария. Ничего плохого в этом не будет, только пусть они работают по одинаковым стандартам. В процессе работы и станет ясно, эффективна ли такая система. И выбор будет делаться уже спокойно.

Так что, несмотря на все пертурбации и кризисы, реальная инфраструктура рынка ценных бумаг и ее депозитарная часть как один из базовых элементов все-таки сформировались. Система стабильно работает и имеет серьезную перспективу. Единственное, что может быть предметом спора, — так это утверждение, что реальной возможности и дальше развивать эту структуру рыночно-демократическими методами и механизмами в наших условиях нет. У нас просто нет времени годами обсуждать различные модели, потом пробовать их и вновь возвращаться к обсуждению. Так мы все потеряем, внешний рынок не дремлет.

Поэтому неважно, Центральный банк, ФСФР, Минфин, МЭРТ или какая-то другая государственная структура будет выступать в роли лидера или генератора процесса. Но это должна быть государственная структура! Причем вопрос, чем участвовать в этом процессе — деньгами, административными ресурсами, знаниями ли — вопрос конъюнктурный, тактический, в каждом случае решаемый по-своему. ■