



Николай Егоров

Директор НДЦ, Старший вице-президент и член Правления ММВБ

РОССИЙСКАЯ ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА: ИНТЕГРАЦИЯ ИЛИ КОНКУРЕНЦИЯ?¹

Деятельность центральных депозитариев, «квази-государственных структур», по своей природе остается лимитированной национальными границами и законодательством. В условиях, казалось бы, общей тенденции глобализации рынков капитала разные страны выбирают свой путь — между конкурентоспособностью и интеграцией с инфраструктурой других стран. И нам также предстоит определиться со стратегией развития.

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК — ДИНАМИКА РОСТА

Российская инфраструктура продолжает активно и динамично развиваться. Капитализация фондового рынка Российской Федерации в 2006 г. по темпам роста в 100% уступила только китайской экономике и к началу 2007 г. превысила 1,1 трлн долл. — это около 20% от суммарной капитализации стран BRIC. Инвесторы сегодня фокусируются на том, что бумаги российских эмитентов существенно недооценены, в то время как макроэкономическая ситуация остается благоприятной и поддерживает текущее преумножение стоимости ценных бумаг.

Минувший год для рынка — год экспоненциального увеличения ключевых пока-

зателей и новых рекордов. По итогам 2006 г. суммарный объем торгов на всех рынках Группы ММВБ составил 52,04 трлн руб., или 1925 млрд долл., что в 2 раза превышает уровень предыдущего года (932,2 млрд долл.). За 2006 г. общий объем сделок на Фондовой бирже ММВБ с негосударственными ценными бумагами, включая операции с акциями, облигациями и сделки РЕПО, вырос в 3,2 раза. В то же время увеличилось и количество инвесторов — до 265 тыс. против 134 тыс. на начало года. Удвоилось количество частных инвесторов, активно развивается механизм коллективных инвестиций. На рынке негосударственных ценных бумаг демонстрируется рекордная ликвидность, где соотношение сделок и заявок достигает 96%.

По совокупному объему торгов ММВБ уже является крупнейшей биржей в России, странах СНГ и Восточной Европы. Рост объема биржевых сделок по корпоративным ценным бумагам позволил Фондовой бирже ММВБ войти в первую 20-ку ведущих фондовых бирж мира, что дает ей возможность играть роль центра формирования ликвидности на российские активы, основной фондовой площадки для международных инвестиций в акции и облигации ведущих российских компаний.

Все больше российских эмитентов заинтересованы в проведении IPO как в России, так и за рубежом. Минувший год принес рынку 16 IPO²: услугами ФБ ММВБ воспользовались 7 компаний, которые в общей сложности привлекли инвестиций

¹ По материалам к выступлениям на Общем собрании Россвифт 19 апреля 2007 г. и конференции НАУФОР 25 апреля 2007 г.

² Данные quote.ru включают и размещения вне России.



на сумму более 13,2 млрд долл. При этом большая часть оборота по ценным бумагам российских эмитентов сконцентрирована в России, точнее, в Группе ММВБ.

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» является основной инфраструктурной единицей рынка и как часть Группы компаний ММВБ оказывает полный комплекс расчетных депозитарных услуг для крупнейшей в России биржи ФБ ММВБ, обслуживающей 95% биржевого оборота с российскими финансовыми инструмен-

наши зарубежные коллеги решают задачи несоизмеримо более сложные, чем у нас.

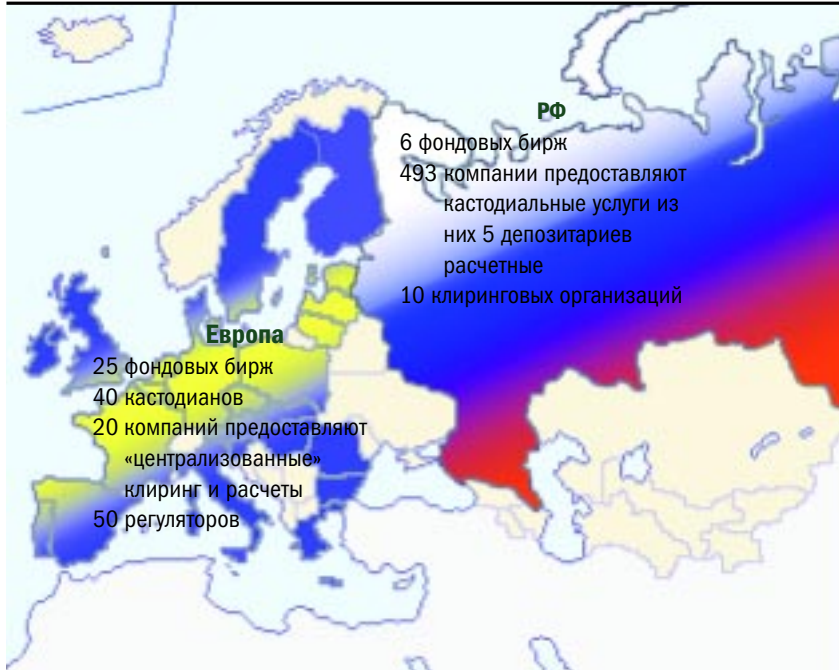
Инфраструктура финансового рынка Европейского союза включает сегодня 25 фондовых бирж³, 20 организаций, выполняющих централизованные расчеты и клиринг, и около 40 кастодианов. Контролируют рынок около 50 регуляторов. В силу давней истории рынка ценных бумаг многие страны пока еще только решают задачу дематериализации (например, Великобритания, Германия, Бельгия, Кипр и др.).

дется конкурировать в весьма жестких условиях. Как вариант, они перестанут выполнять функции расчетных депозитариев и перейдут в статус кастодианов (а конкуренция на европейском рынке среди кастодиальных банков довольно высокая). Но и тем, кто останется, неизбежно придется соответствовать требованиям Европейского Центрального Банка по собственному капиталу. Юридические и информационные риски для инфраструктуры после унификации рыночной практики на европейском рынке оцениваются экспертами⁵ как крайне высокие.

Вопреки сложившемуся мнению, инфраструктура российского рынка заметно менее фрагментирована, чем рынок Евросоюза, и состоит сегодня из 6 фондовых бирж, 5 расчетных депозитариев, почти 80 регистраторов, 1440 брокеров / дилеров и примерно 493 кастодианов (см. рисунок). Изначально 100% ценных бумаг хранятся в дематериализованной форме. При том что НДЦ исторически играет роль головного депозитария на рынке государственных, корпоративных, субфедеральных и муниципальных бумаг, рынок расчетных депозитарных услуг в сегменте акций остается конкурентным и не очень прозрачным. Таким образом, справедливо, что российский фондовый рынок ждут кардинальные законодательные улучшения, а именно появление Федерального закона «О Центральном депозитарии», который активно дорабатывается в настоящее время. Обсуждается эволюционный путь, согласно которому возможен переходный период для консолидации инфраструктурных организаций и создание единого Центрального депозитария к 2010-2011 гг. Кроме функциональности, в законе, возможно, будут сформулированы и требования к уровню рисков (собственные средства или собственный капитал), составу акционеров, корпоративному управлению.

Первая в России клиринговая организация при бирже — Банк «Национальный клиринговый центр» — был учрежден в 2006 г. ММВБ и Национальным депозитарным центром. Сегодня клиринг на ММВБ происходит в автоматическом режиме торговой системы, а потом данные о дневных торгах попадают в Расчетную палату ММВБ и НДЦ. ММВБ планирует все клиринговые операции перевести в свой банк. Так, благодаря банку биржа сможет частично или даже полностью отменить предварительное депонирование средств, что упростит процедуру торгов и повысит

РФ В СРАВНЕНИИ С ЕС



тами. В данных условиях НДЦ, обслуживающий все виды эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, как крупнейший российский расчетный депозитарий по объему активов на хранении, занимает безусловно лидирующее положение на рынке расчетных депозитарных услуг. Закономерен и рост показателей НДЦ. Так, стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо депонентов в НДЦ, выросла с за 2006 г. на 86% — до 124,9 млрд долл. За год количество инвентарных операций НДЦ выросло на 71% и превысило 1,9 млн шт.

РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ: РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ И ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ

Мы часто привычно берем иностранные рынки за образец. А в то же время

Весьма сложной для стран еврозоны является задача централизации расчетов по ценным бумагам. Единая платформа TARGET2 Securities (T2S) должна быть создана к 2013 г.⁴, а оператором ее станет Европейский Центральный Банк. Предполагается, что участниками системы станут как национальные центральные банки, так и национальные центральные депозитарии (CSD). Как следствие, возможно, что сфера деятельности центральных депозитариев сведется к обслуживанию активов, сервисам для эмитентов в области организации отношений с инвесторами и некоторым другим вспомогательным услугам. В связи с тем что львиную долю доходов от транзакций будет съедать плата T2S, многим CSD придется кардинально пересмотреть свою бизнес-модель. Фактически, наши коллеги окажутся в ситуации, когда их лишат естественной монополии на национальном рынке, и им при-

³ По другим данным, 30.

⁴ ECB press release http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070308_2.en.html.

⁵ Thomas Murray 13/03/2007 Related Flash: Target2 Securities Project - Update, 24/10/2006.



их объем. Задача НКЦ — обеспечить надежность работы на рынке, где непрерывно растет объем операций и число инструментов.

Переход на модель центрального клирингового агента непосредственно связан с появлением нормативных документов в части клиринга. Будет переработан закон об организованной торговле. В целях защиты инвесторов будет в действие закон о недобросовестных практиках (инсайдерской информации). Расширен перечень бумаг, в которые могут инвестировать национальные пенсионные фонды — появилась возможность включать в портфели и зарубежные ценные бумаги.

Появляются новые торгуемые ценные бумаги — биржевые облигации, ипотечные облигации. Особым нововведением, способным вывести российский рынок на международный уровень, является эмиссионная ценная бумага, симметричная *ADR/GDR*, которая позволит нерезидентам привлечь финансирование на российском рынке капитала, — российская депозитарная расписка. Сейчас дорабатываются нормативная база в части состава бирж, листинг которых будет допустим ФСФР России, обязательства по раскрытию информации эмитентами и депозитарием, требования к надежности инфраструктурных элементов.

Таким образом, мы снова возвращаемся к вопросу о требованиях к размеру собственного капитала и уровню функциональных и технических возможностей российского депозитария на уровне Центральные депозитариев развитых рынков и к вопросу конкурентоспособности инфраструктуры и рынка в целом.

ИНТЕГРАЦИЯ ИЛИ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ?

Основные задачи гармонизации рыночной инфраструктуры были сформулированы «Группой Тридцати» и «Группой Джованнини». Европейский союз концентрируется на направлениях, сформулированных в виде 15 «барьеров Джованнини». Хочу обратить внимание, что 10 из них связаны с согласованием технических требований и рыночной практики, и только 2 — по налогам, и 3 — с гармонизацией законодательства. Среди особенно актуальных для России сейчас бы выделил:

- Барьер 1 — унификация технологии и интерфейсов;
- Барьеры 2, 3 — централизация учетной, расчетной и клиринговой инфраструктуры на национальном уровне;

• Барьер 8 — унификация технологии эмиссии и размещения ценных бумаг.

После появления определенности в отношении создания Центрального депозитария в России можно говорить о дальнейшей гармонизации стандартов и решении вопросов по корпоративным действиям, в частности по созданию на базе ЦД единого центра корпоративной информации.

Среди основных направлений совершенствования инфраструктуры и в Российской Федерации, и в ЕС — совершен-

ци. По итогам проверки НДЦ присвоен рейтинг Центрального депозитария *A+*, что соответствует низкому уровню риска для пользователей услуг НДЦ. Общий рейтинг НДЦ базируется на оценке уровня 6 видов рисков: риска резервирования (преддепонирования) активов, риска ликвидности, риска взаимодействия (контрагентов), финансового риска, операционного риска и риска обслуживания активов. Показательно, что полученный НДЦ рейтинг существенно выше общего рейтинга инфраструктуры российского

Кооперация, активное взаимодействие и консолидация внутри страны и вне ее становятся **must have**, необходимым компромиссом.

ствование взаимодействия между участниками клиринга и расчетов, а также снижение рисков. НДЦ считает важным приведение стандартов собственной работы в соответствие с международными практиками и соблюдает предписания, изложенные в *European Code Of Conduct For Clearing And Settlement*.

В части снижения рисков и операционных улучшений рынку необходима сильная технологическая база. НДЦ активно работает над созданием системы электронного документооборота в национальном масштабе, призванной обеспечить сквозную обработку и доставку информации от владельца к эмитенту. НДЦ взял на себя функции по разработке форматов взаимодействия и рассматривает различные варианты организации электронного документооборота на рынке коллективных инвестиций. Очень важно, что инициатива участников рынка находит поддержку у ФСФР России и СРО.

Электронный документооборот обеспечивает около 80% внешних операций между регистраторами и депозитарием. С 11 из 15 ведущих регистраторов мы решили на технологии электронного документооборота или тестируем их. НДЦ самым активным образом участвует (совместно со *SWIFT*) во всех инициативах по стандартизации взаимодействия участников рынка. Есть надежда, что уже существующее взаимодействие будет развиваться как часть единого процесса, охватывающего всю инфраструктуру.

В 2006 г. аналитиками *Thomas Murray* был проведен аудит деятельности НДЦ — один из первых в истории российского фондового рынка аудит деятельности инфраструктурной организа-

ционного рынка (*BBB*), а также выше среднего уровня центральных депозитариев Восточной и Центральной Европы и близок к среднему показателю для Западной Европы.

Проведенный *Accenture* анализ бизнес-модели НДЦ показал, что текущий набор услуг Партнерства отвечает потребностям российского рынка в условиях существующей практики организации расчетов и действующих законодательных норм. На основе исследования опыта работы крупнейших международных инфраструктурных организаций можно утверждать, что в целом текущая модель НДЦ соответствует практике работы депозитариев, осуществляющих централизованные расчеты в национальном масштабе. Депозитарные услуги НДЦ включают 3 основных направления:

- хранение и учет ценных бумаг, услуги уполномоченного депозитария эмитентам выпусков ценных бумаг;
- выполнение операций (инвентарные, административные и информационные);
- содействие инвесторам в реализации их прав (услуги платежного агента, перечисление дивидендов и т. д.).

В частности, «плюсы» для клиентов в совмещении деятельности уполномоченного депозитария и платежного агента очевидны — сокращение временных затрат на проведение операций, снижение операционных рисков, снижение расходов на обслуживание облигационного займа.

Третья задача стоит несколько особняком и носит не технический, а качественный характер, поскольку касается **совершенствования практики корпора-**



тивного управления в инфраструктурных организациях. Улучшению практики корпоративного управления как неотъемлемой части развития любой компании, понимая повышенные требования к управлению центральным депозитарием, мы уделяем особое внимание. Мы стремимся к модели корпоративного управления, опирающегося на эффективную систему взаимоотношений между членами Партнерства и менеджментом, а также на процессы принятия решений, нацеленные на повышение эффективности операционной деятельности, обеспечение справедливого уровня цен, качественно-го обслуживания клиентов и реализацию стратегии создания Центрального депозитария на российском фондовом рынке. Так по сравнению с предыдущими годами в состав Совета директоров НДЦ, включающего сегодня 9 директоров, входит больше половины участников рынка — представителей крупнейших мировых и российских кастодиальных банков. Активно работают совещательные органы — 4 комитета при Совете директоров НДЦ, в которых формируются мнения по стратегии, услугам и тарифам, важнейшим проектам. НДЦ открыт для всех предложений, исходящих от участников рынка, предполагающих позитивные изменения в его деятельности, несущих благо всему рынку в целом.

Важно отметить, что, помимо развития и поддержания собственной отечественной инфраструктуры, НДЦ активно работает над гармонизацией взаимодейст-

вия с расчетными организациями Европейского союза.

НДЦ активно развивает отношения с международными организациями. Так, Ассоциация Европейских центральных депозитариев (*European Central Securities Depository Association, ECSDA*) приняла НДЦ в Ассоциацию в качестве полноправного члена и включила Директора НДЦ в Совет директоров Ассоциации. НДЦ — член Международной Ассоциации по вопросам обслуживания ценных бумаг (*International Securities Services Association, ISSA*).

По итогам многолетнего сотрудничества НДЦ с Ассоциацией национальных нумерующих агентств (*Association of National Numbering Agencies, ANNA*) в 2006 г. было принято решение о передаче НДЦ всего комплекса функций Национального нумерующего агентства по России, включая самостоятельное присвоение *ISIN-* и *CFI-* кодов российским финансовым инструментам и обслуживанию уникальной интегрированной информационной базы данных *ANNA*.

НДЦ нацелен на выстраивание эффективных взаимоотношений с центральными депозитариями других стран на условиях равноправности и взаимовыгодности. Продолжается операционное взаимодействие с международной расчетно-клиринговой организацией *Clearstream Banking S. A.* в части обслуживания еврооблигаций Российской Федерации.

Между НДЦ и *Euroclear* подписан Меморандум о взаимопонимании — базо-

вый документ, открывающий возможности для обмена информацией и развития долгосрочных отношений между компаниями, дающий существенный стимул к достижению общих бизнес-целей, направленных на повышение экономической эффективности расчетных операций.

Активное международное сотрудничество ярко демонстрирует, что НДЦ уже рассматривается мировым инвестиционным сообществом как ключевое звено инфраструктуры российского фондового рынка. А российский фондовый рынок, безусловно, будет и дальше расти, развиваться, совершенствуясь и все активнее интегрируясь, включаясь во взаимодействие с международными рынками. Мы понимаем, что формирование Центрального депозитария поднимет уровень доверия к России на новый, существенно более качественный уровень.

Но в условиях глобальной конкуренции, хотелось бы обратить внимание на необходимость сбалансированного движения между соответствием международным стандартам и интеграцией с зарубежными рынками, дающей возможность инвестирования в российскую экономику зарубежным инвесторам, а также соблюдением национальных интересов и приоритетами, связанными с конкурентоспособностью Российского рынка. Но какую бы дорогу мы ни выбрали, кооперация, активное взаимодействие и консолидация внутри страны и вне ее становятся *must have*, необходимым компромиссом. ■

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ И ГАЗПРОМБАНК ПОДПИСАЛИ СОГЛАШЕНИЕ ПО БЕЗБУМАЖНОМУ ВЗАИМОДЕЙСТВИЮ ПРИ СБОРЕ СПИСКОВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и АБ «Газпромбанк» (ЗАО) подписали дополнительное соглашение к договору о междепозитарных отношениях, которое закрепляет предоставление от НДЦ в Газпромбанк списка владельцев ценных бумаг исключительно в электронном виде, а также определяет порядок, сроки и форму его предоставления. Ранее списки дублировались и на бумажном носителе. Кроме того, стороны намерены активизировать развитие технологий ускоренных переводов между депозитариями.

«Система междепозитарных отношений НДЦ и Газпромбанка, включая РДК, на наш взгляд, достаточно успешно работает в настоящее время. И их развитие представляет высокий интерес для Газпромбанка, так как позволяет перевести на высокотехнологическую базу проведение операций банка как на биржевом, так и на внебиржевом рынках», — отметил **Владимир Тацкий**,

Вице-Президент — начальник Депозитарного центра Газпромбанка.

Николай Егоров, Директор НДЦ, подчеркнул, что «предоставление списка владельцев в электронном виде позволит не только избежать больших трудозатрат, связанных с его формированием и последующей ручной обработкой, но и снизить риск возникновения ошибок при его сборе и обработке. Что касается вопроса ускорения операций между кастодиальным и расчетным депозитарием, то в нынешней архитектуре учетной системы его актуальность связана с высокой ценовой волатильностью рынка акций и, как следствие, критичностью фактора времени при выводе бумаг на биржевые торги. Элементы этой технологии во взаимодействии НДЦ и Газпромбанка, одного из крупнейших партнеров НДЦ, были реализованы еще в 2006 г. при организации торговли акциями ОАО «Газпром» на ФБ ММВБ».