



Интервью с заместителем директора НДЦ
Денисом Соловьевым

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ, СОЗДАНИЕ РОССИЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ И ОПЫТ КОНСОЛИДАЦИИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В ЕВРОПЕ

Апрель 2007 г. был богат на международные финансовые форумы, конференции, встречи. 2-я совместная конференция ФБ ММВБ и LSE «IPO и после. Новые финансовые продукты на горизонте» (Russian IPO), 2–3 апреля, Москва. 9-я конференция Центральные депозитарии (CSD-9), 14 апреля, Сеул. Global Strategy Forum, 24 апреля, Амстердам. Это не полный перечень. Об участии НДЦ в международных встречах мы попросили рассказать заместителя директора НДЦ Дениса Соловьева.

Депозитариум Денис Вячеславович, чем важно для НДЦ участие в таких международных форумах?

Д. С. Участвуя в международных встречах, мы предоставляем мировому финансовому сообществу информацию о том, как развивается инфраструктура российского фондового рынка, делая ее понятной, а также узнаем о процессах, происходящих на международных и других локальных рынках.

Депозитариум Вы лично принимали непосредственное участие в Russian IPO и CSD-9. Давайте подробно поговорим о каждой из этих конференций. О чем Вы рассказывали в своем выступлении на Russian IPO?

Д. С. О российских депозитарных расписках и диверсификации инвестиционных стратегий. Не секрет, что более 60% портфеля ценных бумаг, представленного индексом ММВБ — это ценные бумаги

компаний нефтегазового сектора. И если цена на углеводороды идет вниз — рынок падает. Возможностей для диверсификации не очень много. По крайней мере, до той поры, пока существуют ограничения на инвестирование в иностранные ценные бумаги. Имеющиеся запреты мешают управляющим создать эффективный портфель, причем не с точки зрения повышения доходности, а просто в достаточной степени диверсифицированный, мешают создавать разные инвестиционные стратегии. К примеру, многие (в основном британские) хедж-фонды привлекают средства инвесторов (часто других фондов) благодаря не столько тому, что формируют инвестиционный портфель с высокой доходностью, сколько тому, насколько отлично этот портфель ведет себя по отношению к фондовому индексу, т. е. к рынку. Чем больше он ведет себя

не так, как рынок, тем интереснее фонд другим фондам, которые используют вложения в этот конкретный фонд для диверсификации своих портфелей.

То есть наличие иностранных ценных бумаг на российском рынке дает возможность диверсифицировать инвестиционные стратегии, что хорошо для стабильности рынка.

У нас российские депозитарные расписки не разрешены к приобретению, например, паевыми инвестиционными фондами. В законе об инвестфондах есть ограниченный перечень бумаг, и РДР в этот перечень не попадают. Для негосударственных пенсионных фондов недавно было сделано исключение, на которое следует обратить внимание, — им разрешено напрямую инвестировать в иностранные ценные бумаги, в акции и облигации. Но не сказано, в какие



именно, т. е. никакой классификации бумаг по рискам и т. д. не сделано. Наверно, в инвестиционной декларации каждого НПФ это будет указано, я так думаю, но в Постановлении Правительства РФ № 63 и в последующем приказе ФСФР такая классификация не вводится. Разрешение инвестиционным фондам работать с иностранными ценными бумагами в виде депозитарных расписок или напрямую — это другой путь решения того же самого вопроса о диверсификации инвестиционных стратегий, о создании



новых инвестиционных стратегий. В принципе если бы паевым инвестиционным фондам разрешили приобретать РДР, мы развивали бы рынок в России, либо разрешили инвестировать непосредственно в иностранные ценные бумаги, тогда мы, соответственно, говорили бы о том, что наши фонды оперируют на иностранных биржах, что тоже хорошо.

Депозитариум Рассказывали вы на конференциях о создании Центрального депозитария в России?

Д. С. Да, на CSD-9 мы выступали с презентацией о российском опыте создания Центрального депозитария. Мы говорили о создании российского Центрального депозитария, сравнивая проходящие у нас процессы с опытом гармонизации операционной деятельности и консолидации центральных депозитариев в Европе. Процессы, происходящие там, очень близки тем, что происходят сейчас или в ближайшее время будут происходить в России.

Депозитариум Можно подробнее об этих процессах?

Д. С. Из документов, на которые нужно обратить внимание при рассмотрении процессов консолидации на европейских рынках, особенно важны Директива по финансовым инструментам *MIFID*, Кодекс поведения центральных депозитариев и клиринговых организаций и Гагская конвенция о ценных бумагах от июля 2006 г.

А процессы, которые сейчас там проходят, связаны с установлением корреспондентских счетов, с тем, что взаимные междепозитарные отношения строятся на основе автоматизации и стандартизации операций и информационного обмена. Это ведет к тому, что участники получают возможность оперировать на различных рынках, используя только один центральный депозитарий или одного провайдера услуг, поскольку все ЦД к 2008 г. будут объединены в единую сеть. Это также означает, что расходы, которые несли участники рынка одного государства на приобретение ценных бумаг эмитента другого государства, теперь в существенной части перекладываются на инфраструктуру, и не в первую очередь на центральные депозитарии. Это приводит к росту эффективности системы в целом, но это приводит и к росту расходов ключевых звеньев инфраструктуры, не обеспеченных ростом доходов так как в большинстве государств бизнес-

модель ЦД строится на основе компромисса между необходимостью поддерживать бизнес ЦД и пониманием важности минимизации расходов его пользователей.

Депозитариум Укрупнение инфраструктурных институтов в Европе — это тенденция?

Д. С. Да, это сложившаяся тенденция, которая будет и дальше развиваться. Но укрупнение — это следствие главной тенденции, так называемой глобализации финансового рынка. Инвесторы агрессивно ищут возможности инвестировать в интересные им ценные бумаги вне зависимости от того, какова «национальная» принадлежность этих бумаг, их не интересует ни название эмитента, ни где этот эмитент расположен. Интересует его *EBITDA*. Если показатели деятельности эмитента удовлетворительные, если он перспективен, то его ценные бумаги купят в любом случае. Обеспечением процесса покупки ценных бумаг как раз и занимается инфраструктура, которую инвесторы все более и более энергично подталкивают к эффективной для их целей организации взаимодействия.

Благодаря жестким нормативным требованиям, подкрепленным решимостью исполнительной власти ЕС обеспечивать их выполнение, и вследствие неспособности некоторых европейских ЦД этим требованиям удовлетворить процесс консолидации, а точнее, присоединения слабых к сильным, идет достаточно интенсивно. Пути консолидации разные — так называемые слияния и поглощения или (более мягкая форма) использование технологических платформ одних центральных депозитариев другими центральными депозитариями. Таким можно считать пример ЦД Польши, использующий технологическую платформу *Euroclear*, есть и другие примеры.





Российская Федерация вряд ли останется в стороне от этого процесса, если Закон о Центральном депозитарии будет принят в той форме, как мы видим его сейчас перед первым чтением. Если российский ЦД будет открывать счета иностранным номинальным держателям (а именно иностранным центральным депозитариям), бизнес иностранных инвесторов будет структурирован таким образом, чтобы они через свою инфраструктуру могли инвестировать в российские ценные бумаги.

менее динамично развивается, пока он обеспечивает эксклюзивный рост, которого больше нет нигде, иностранные инвесторы будут приходить сюда в любом случае, чтобы ни происходило. Но рост вечным не бывает. Рано или поздно наступает ситуация, когда рост рынка уже не компенсирует несовершенства его инфраструктуры. И если мы не создали заранее условия для инвестора, не инвестировали в развитие, когда могли, то мы проиграли конкуренцию за него.

Теперь, если подумать о том, какая бы еще могла быть создана Ассоциация центральных депозитариев, при том что существующие покрывают практически все более или менее развитые мировые рынки, то, наверно, это только всемирная организация ЦД, в рамках которой участники могли бы обмениваться опытом и обсуждать проблемы, связанные с глобализацией финансовых рынков. Организаторы конференции — руководители японского, корейского и тайваньского цент-

ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКОВ СТРАН БРИК

	Бразилия		Россия		Индия		Китай
	Акции CBLC	Облигации государственные — SELIC, корпоративные — СЕПР	Акции и нет единого ЦД	Облигации НДЦ	Акции NSDL SDSL	Облигации PDO NSDL SDSL	Акции/Облигации SCDC
ЦД							
Расчетный цикл	T + 3	SELIC T + 0 или T + 1 СЕПР T + 0	От T + 0 до T + 3	T + 0	T + 0	Госбумаги T + 1 Корпоративные От T + 0 до T + 2	Акции категории «А» и облигации T + 1 Акции категории «В»
Структура счетов	Акции учитываются на счетах собственников. Допускается номинальное держание облигаций		Возможно открытие счета владельца, номинального держателя и доверительного управляющего		Отсутствует концепт номинального держателя. Все бумаги регистрируются на имя конечного владельца		Ценные бумаги учитываются на счетах собственников

Впрочем, пример ЕС является не единственным, который нужно рассматривать, обдумывая целесообразность тех или иных решений, отвечающих интересам развития Российской экономики. Например, введенная компанией *Goldman Sachs* аббревиатура БРИК (*BRIC* — в переводе с английского — «кирпич») составленная из первых букв названий стран, которые, по расчетам экономистов, к 2025 г. будут обеспечивать более 50% мирового валового продукта, включает Бразилию, Россию, Индию и Китай. Все эти страны, пока включая Россию, имеют замкнутые рынки, не признают иностранных номинальных держателей и отличаются жестким подходом к валютному регулированию (см. таблицу).

Депозитариум Иногда приходится слышать мнение, что российская инфраструктура может стать вспомогательным придатком для мировых рынков. Как избежать этого?

Д. С. Нужно начать конкурировать. Нужно перестать ориентироваться только на национальный рынок. Нужно развивать полномасштабную торговую систему, становиться полноценной биржей, привлекать иностранные инструменты и иностранных участников. Нишевая ориентация перестает быть выгодной. Пока рынок более-

Депозитариум Денис Вячеславович, с чем еще НДЦ ехал в Сеул? О чем вы, кроме Закона о Центральном депозитарии, рассказывали представителям иностранных и международных Центральным депозитариев?

Д. С. Национальному депозитарному центру было поручено выступить от лица Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ) и представить ее. Ассоциация была создана в декабре 2004 г., в марте 2005 г. проходила 8-я Конференция центральных депозитариев (Международные конференции Центральным депозитариев проходят раз в 2 года), на ней мы еще не могли представить АЦДЕ, поскольку тогда наша ассоциация еще только оформлялась.

До создания АЦДЕ в мире существовало 4 ассоциации: Африканская и Ближневосточная ассоциация, Американская ассоциация центральных депозитариев, Азиатско-Тихоокеанская группа центральных депозитариев и Ассоциация Европейских центральных депозитариев. Они объединяют центральные депозитарии по территориальному признаку, но не включают в себя центральные депозитарии СНГ. Ассоциация центральных депозитариев объединила ЦД Содружества независимых государств и некоторых других стран постсоветского пространства.

ральных депозитариев — и выступили с такой инициативой.

Депозитариум Насколько Ассоциация центральных депозитариев Евразии оказалась интересной рынку?

Д. С. Для участников рынка создание и функционирование АЦДЕ представило большой интерес. Вследствие роста рынков ряда членов Ассоциации и соответствующего роста спроса на финансовые инструменты этих рынков спрос на информацию об инфраструктуре значителен. Ассоциация готовится к раскрытию инвесторам и всем интересующимся такой информации. Этому будут способствовать публичная деятельность членов Ассоциации, готовящийся к выходу новый сайт с информацией на русском и английском языках.

На конференции был представлен доклад об Ассоциации, ее рабочих комитетах и участниках. Теперь официально зафиксировано, что в мире существует 5 объединений центральных депозитариев. И интересы нашего конкретного региона и центральных депозитариев, которые в этом регионе работают, уже воспринимаются как обособленные региональные интересы. После официального представления и признания можно сказать, что Ассоциация центральных депозитариев Евразии состоялась. ■