

---

Галина Вадимовна  
**Аксенова**

## **10 лет спустя и даже чуть больше**

### **Истоки**

После окончания факультета планирования Института народного хозяйства им. Г. В. Плеханова (ныне — Академии) в 1984 году я по распределению была направлена на работу в районную плановую комиссию Октябрьского райисполкома Москвы. К работе, которой я занималась, сейчас достаточно сложно относиться без иронии, хотя тогда она казалась исключительно важной. За 110 рублей в месяц я курировала со стороны райисполкома сбор макулатуры, металлолома и пищевых отходов на подконтрольной ему территории. Естественно, вся деятельность по обеспечению советского народного хозяйства необходимым вторсырьем была поставлена на плановые рельсы и у каждого крупного предприятия и ДЭЗа был свой план по сдачи металлолома и макулатуры. Составлялся такой план исключительно на научной основе, планирование велось на основе показателей предыдущего периода, к которым каждый год прибавлялось от 3 до 5 процентов. Дальше все зависело от умения руководителя предприятия, которому сверху спускался такой план этот план скорректировать в сторону снижения. С теми, кто не выполнял намеченный план, работа велась со всей строгостью советского периода. Вместе с райкомом партии и районным комитетом народного контроля мы вызывали на ковер директора предприятия, чьи показатели оказывались ниже запланированных, и пропесочивали.

Понятно, что долго заниматься такой работой было нельзя, и достаточно скоро я поступила в очную аспирантуру Института экономических проблем комплексного развития народного хозяйства Москвы при Мосссовете. В этом институте в 1989 году состоялась защита моей кандидатской диссертации, посвященной вопросам специализации и концентрации машиностроительных заводов Москвы и Московской области. После защиты диссертации я осталась работать в институте, откуда потом перешла в ВНИИ системных исследований АН СССР.

К тому времени финансирование науки начало испытывать серьезные перебои и стало понятно, что продолжать заниматься только научной деятельностью невозможно и нужно уходить куда-то в реальный сектор. Для меня следующим местом работы оказалось малое предприятие, где я отвечала за финансово-бухгалтерскую деятельность. На этой работе

мне очень пригодилось экономическое образование, но тяга к знаниям и всему новому, что происходило в стране, однажды подтолкнула пойти меня на курсы по ценным бумагам. Это была программа FAST-центра (Financial Analysis and Security Trading) — организации, работавшей при Академии народного хозяйства при Правительстве РФ. Курсы про-



**Г. В. Аксенова**

**1994–1997**

Консультант Arthur Andersen

**1997 — наст. время**

Советник директора,  
начальник Управления  
взаимодействия  
с торговыми, клиринговыми  
и расчетными системами  
Некоммерческого партнерства  
«Национальный депозитар-  
ный центр»

водились совместно с американским Университетом Карнеги Меллон и были очень популярны. Многие специалисты, работающие с самого начала на рынке ценных бумаг, в свое время оканчивали эти курсы.

Весной 1994 года, уже после окончания курсов, директор FAST-центра Ольга Ростиславовна Меньшикова позволила мне и сказала, что USAID (US Agency for International Development) — Агентство по международному развитию США и компания Arthur Andersen проводят набор сотрудников для работы по проекту «Развитие рынка капитала в России».

В то время USAID и Мировой Банк выделили грант на изучение фондового рынка России и оказания консультационной помощи российскому правительству по созданию рынка ценных бумаг в нашей стране. За счет этого гранта финансировались работы несколько компаний из числа «большой шестерки»: Arthur Andersen, KPMG, Deloitte & Touch и PriceWaterhouse.

Я, узнав о таком наборе, отправилась на собеседование. Процесс отбора кандидатов выглядел исключительно серьезно. Офис консалтинговой группы Arthur Andersen располагался в гостинице «Аэростар» на Ленинградском проспекте, там прошло мое первое собеседование с директором проекта со стороны Arthur Andersen Дэвидом Рэдропом. Мне он показался очень интересным собеседником. Позже оказалось, что он прекрасный руководитель с передовыми идеями и блестящим чувством юмора. После интервью с Рэдропом было еще два важных собеседования — с представительницей USAID и консультантом Госкомимущества Джонатаном Хейем.

Пройдя интервью, я была принята для работы по этому проекту в Arthur Andersen. Приступила к работе я в мае 1994 года, когда проект только только стартовал. Кроме Дэвида Рэдропа и бухгалтера в нашей группе еще было несколько американцев. Среди них были Д. Ричардсон и Д. Торнтон. Не знаю, как они появились в команде консультантов, но это были достаточно странные персонажи. Приехали они в Москву из какой-то американской глубинки. Мне показалось, что, собираясь учить нас тому, как работает фондовый рынок, они плохо разбирались с тем, как он работает в США. С другой стороны, Россия в то время пугала своим «диким» имиджем, и, возможно, эти двое оказались теми немногими, кто просто согласился поехать в нашу страну.

Нужно сказать, что американцы, приехавшие принимать участие в этом проекте, твердо были уверены, что они будут учить «азам» русских медведей, даже не пытались заранее разобраться в особенностях нашего рынка, который к тому моменту уже начал складываться. Кроме того, большинство из приехавших американцев ни слова не понимали по-русски, и в команде консультантов также был свой штат переводчиков. Правда, в нашей группе все-таки оказался один американец, который, как оказалось, очень хорошо знал русский язык. Звали его Алекс Басс, и он совершенно не скрывал, что работает еще на одно специальное ведомство. В непосредственной работе он принимал мало участия, но зато очень любил везде ездить с другими консультантами. Кроме того, он запомнился еще и тем, что у нас не осталось ни одной его фотографии, несмотря на то, что фотографировались мы достаточно часто: и в поездках и на различных встречах.

Кроме американцев русскими консультантами в нашей группе были Александр Агеев и Александр Лошаков. Также в состав группы входили переводчики Дмитрий Харлампида, Михаил Матин, Екатерина Виленкина.

Перед выходом на работу всех нас предупредили, что работать нам придется по 6–7 дней в неделю, но работа будет носить проектный характер, хотя после окончания текущего проекта пообещали, что, возможно, будут новые проекты. Первый этап нашего проекта должен был продлиться около 2 месяцев. В течение этого времени нам предстояло провести изучение фондового рынка в том его виде, который к тому времени сложился в России. Предметами нашего изучения стали брокерские компании, торговые площадки, депозитарии и первые зачатки саморегулируемых организаций, куда мы приходили с анкетами, спрашивали об их бизнесе, персонале, тех проблемах, с которыми они сталкивались в своей работе.

Буквально через день после того, как меня приняли на работу, мы с коллегами уже вылетели в Санкт-Петербург для проведения первых интервью с представителями российского фондового рынка.

В Санкт-Петербурге мы встречались с представителями различных компаний, самой яркой, пожалуй, была встреча с представителями Брокерской компании «Ленстройматериаль». К тому времени это была уже крупная организация, и мы, честно говоря, чувствовали себя несколько неуютно, задавая наивные вопросы людям, которые многого уже добились в своем деле и были признанными авторитетами. Поначалу мы общались с экспертами, достаточно слабо представляя себе даже сам рынок, на котором они работали. Флаг Arthur Andersen и присутствие в нашей команде американцев повышали наш статус в глазах тех, с кем нам приходилось встречаться, но внутренняя неловкость еще какое-то время сохранялась.

Такие поездки были не просто выполнением рабочих обязанностей по контракту, но и оказались исключительно интересны и познавательны

для нас самих. После Санкт-Петербурга мои коллеги ездили во Владивосток, Омск, Новосибирск и Пермь, но, так как я была единственной дамой из числа консультантов в этой команде, то меня далеко от Москвы решили не отправлять. По сути, за два месяца, которые продолжались работы, мы сделали первую карту российского рынка ценных бумаг.

После окончания этого этапа летом 1994 года возникла некоторая неопределенность относительно дальнейшего финансирования проекта, и нас отправили на месяц в отпуск за свой счет. Возобновился проект уже осенью 1994 года. Новое задание было связано с двумя направлениями работы — организацией работы бэкофиса в брокерских компаниях и методическим обеспечением работы реестродержателей.

Меня определили заниматься бэкофисным направлением. К тому моменту состав нашей группы расширился: в ней были Светлана Исаковская, Наталья Одинцова, Александр Назаров, Андрей Гречко и Вячеслав Ершов. Для того чтобы мы сами разбирались в вопросах организации бэкофиса, руководители проекта решили, что наши американские коллеги проведут обучение российских консультантов. Учить должны были те самые два американца, приехавшие из своей глубинки: Д. Ричардсон и Д. Торнтон.

Выглядело это обучение достаточно своеобразно. Каждому из нас тогда выдали книгу «After the trade is made», каждый день наши американские учителя пересказывали содержание очередной главы. При этом складывалось такое впечатление, что сами они впервые читали соответствующий материал всего за несколько минут до наших «уроков». Но даже такой метод обучения в какой-то момент им наскучил, и они отдали нам эту книгу на самостоятельное изучение.

Мне такая процедура крайне не понравилась, к тому же в нашей группе я оказалась самой опытной, имевшей за плечами предыдущий проект, и мне всеми правдами и неправдами удалось убедить руководство перевести меня на направление, которое занималось регистраторами.

Но некоторое время спустя я все же вернулась к работе по брокерскому направлению. Дэвид Рэдроп очень хорошо представлял различные нюансы работы участников фондового рынка. И он обратил внимание на то, что в то время среди брокеров не существовало единой стандартной формы договора купли-продажи ценных бумаг. Каждый профессиональный участник в то время изобретал свою собственную форму договора. Естественно, в таких условиях юридическая проработка каждого договора была разной, что усложняло взаимодействие между брокерами и увеличивало сроки расчетов. Кроме того, часто брокеры оказывались в неравных условиях из-за разной квалификации юристов. Тогда по инициативе Д. Рэдрорта в рамках проекта по разработке правил работы для бэкофисов брокерских компаний возник небольшой подпроект по разработке единого договора купли-продажи ценных бумаг. Вот к этим работам подключилась и я. Нужно сказать, что практически все нормы, которые существуют в договорах сейчас, были сформулированы именно

в рамках нашей работы по созданию стандартной формы договора. Нами в договор была внесена норма о том, за перерегистрацию ценных бумаг должен был отвечать продавец. Также появились пункты, в которых были сформулированы обязанности каждой из сторон по сделке, покупателю был отведен один день на предоставление документов, необходимых для перевода ценных бумаг на его имя у реестродержателя, появились штрафные санкции.

Стандартный договор появился в 1995 году. Я, как представитель экспертов, занимавшихся его разработкой, лично общалась с брокерами, ездила в комитет по расчетам при Российской торговой системе, куда входили представители крупных брокерских компаний, и убеждала их использовать нашу форму договора.

Единственным пунктом, по которому не удалось достигнуть единого с брокерами мнения, оказался пункт, в котором определялась последовательность оплаты и поставки ценных бумаг, в результате чего на практике использовались два механизма — оплата после поставки и поставка после оплаты. В результате такая неоднозначность позволяла более крупным участникам рынка диктовать наиболее выгодные для себя условия более мелким участникам.

Несмотря на достаточно стойкое сопротивление со стороны некоторых брокеров, здравый смысл все-таки победил, и стандартный договор вошел в практику работы российских участников рынка ценных бумаг. Это стало первым шагом на пути стандартизации документооборота и перевода его в электронный формат.

Основной задачей проекта, связанного с организацией бэкофисов в брокерских компаниях, была разработка рекомендации по ведению учета ценных бумаг. В этом вопросе нам оказал неоценимую помощь Олег Царьков — директор Инвестиционной компании «Грант». Естественно, обладая набором теоретических знаний, нам необходимо было разработать такие рекомендации, которые бы имели отношение к практической работе российских участников рынка. Сделать это без опыта работы в настоящем бэкофисе было очень сложно, и Грант пригласил нас к себе, дав нам возможность вникать в особенности работы настоящей компании на практике. Мы получили карт-бланш на доступ к любому подразделению компании и в течение месяца, как на работу, ходили в Грант, изучали организационную структуру, смотрели, как на практике обрабатываются сделки от самого начала до завершения. Итогом такого изучения стали наши рекомендации по совершенствованию системы учета в Гранте. К тому времени мы уже разбирались в вопросе, и многие наши рекомендации оказались действительно полезными.

Иногда к работе консультантов относятся скептически или даже негативно. Во многом этому способствует опыт общения с представителями компаний большой «четверки», а ранее — большой «шестерки», куда принято было набирать вчерашних выпускников вузов, которые приходили к заказчику, расспрашивали его по тем или иным вопросам, а по-

том его же слова, только переведенные на английский язык, преподносили в качестве своих рекомендаций. Наша работа в Гранте была несколько иной, и целый ряд наших рекомендаций был внедрен в компании.

В конце 1995 года в рамках программы, финансируемой USAID, началось исследование рынка депозитарных услуг.

Мы анализировали работу всех крупных депозитариев, существовавших на тот момент в России, за исключением депозитария CS First Boston. Почему депозитарий CS First Boston не был охвачен нами, сейчас сказать уже трудно, но в результате в выборку попали 15 банков, которые имели в своем составе подразделения, связанные с оказанием депозитарных (кастодиальных) услуг. Опять мы встречались с представителями всех этих организаций и задавали вопросы о сути их бизнеса. Но в отличие от наших первых таких встреч в 1994 году, мы уже имели серьезную теоретическую подготовку и могли беседовать на равных, а иногда понимали, что разбираемся в сути депозитарного бизнеса лучше, чем наши собеседники.

Банками, которые принимали участие в исследовании, были следующие: Сбербанк, Российский Кредит, МЕНАТЕП, ОНЭКСИМ Банк, Промрадтехбанк, Внешторгбанк, Международный Московский Банк, Банк Империял, Тверь-универсалбанк, Банк Церих, ING Bank, ABN AMRO Bank, Citibank, Morgan Grenfell<sup>1</sup>, Chase Manhattan Bank. Встречались мы в этих банках с представителями структурных подразделений, в рамках которых осуществлялась деятельность по хранению сертификатов и учету прав собственности на ценные бумаги. Названия эти подразделения в разных банках носили разные: в одних такие подразделения назывались «депозитариями», в других — «депозитарными отделами», «отделами депозитарных операций», «отделами кастодиальных операций» и даже «финансовыми отделами».

Большинство банков, принимавших участие в нашем исследовании, начали заниматься депозитарной деятельностью в 1993 году. К 1995 году у более половины опрошенных банков в депозитарных подразделениях работало не более 10 человек. Самым массовым оказался ОНЭКСИМ Банк, в его отделе депозитарных операций работало 30 специалистов.

Начинали мы свое общение с представителями этих банков с достаточно неожиданных вопросов. Мы спрашивали о том, что в понимании представителей специализированных депозитарных (кастодиальных) подразделений означает термин «депозитарий», а что такое «кастоди», и видят ли они различие между депозитарной и кастодиальной деятельностью.

Ответы на такие вопросы оказались ошеломляющими. Наиболее продвинутые отвечали, что «депозитарий» и «кастодиан» — идентичные понятия, но были и те, кто считал, «кастодиан — для богатых клиентов,

<sup>1</sup> Присутствовал как представительство.



а депозитарий — для всех», или что кастодиан осуществляет хранение ценных бумаг, выпущенных в наличной форме, а депозитарий — в электронной. Также некоторые участники нашего исследования считали, что «кастодиан — это надсмотрщик над действиями реестродержателя и депозитария, который проверяет соответствие их деятельности распоряжениям клиентов». В общем, отвечали кто в лес, кто по дрова.

Такая разная трактовка двух терминов происходила потому, что к тому времени терминология еще не устоялась. Во многом понимание термина «депозитарий» у российских специалистов сложилось после того, как на русский язык были переведены «Рекомендации Группы тридцати», позже, где-то году в 1994 в оборот вошло слово «custody», что привело к созданию ложного впечатления огромной пропасти между этими двумя терминами.

После проведения исследования стало понятно, что интуитивно наши респонденты чувствовали разницу между терминами «кастодиан» и «депозитарий», но сформулировать отличия не могли. Тогда в отчете, подготовленном по результатам исследования, пожалуй, впервые в российской практике мы попытались терминологически отделить эти два понятия.

Наряду с уровнем понимания кастодиального бизнеса, исследование также показало разницу в построении работы внутри российских и иностранных участников рынка депозитарных услуг. И те и другие сталкивались с острой нехваткой квалифицированных специалистов. Таким специалистам просто неоткуда было взяться. Но, в отличие от российских участников, в иностранных организациях была хорошо поставлена система обучения персонала. Любой специалист, которого принимали на работу в кастодиальное подразделение иностранного банка, присутствовавшего в России, сразу же отправлялся на обучение и стажировку за рубежом, где он мог на практике познакомиться с технологией работы и стандартами обслуживания.

Российские участники предпочитали действовать по принципу натурального хозяйства: работать и учить только в рамках своей организации. При этом у российских игроков, как правило, не было еще и изложенных на бумаге процедур, в соответствии с которыми необходимо было работать новому сотруднику. И единственным источником опыта и знаний являлся его непосредственный начальник либо другие немногочисленные коллеги.

Работая по проекту USAID, мы должны были определить стандарты депозитарной деятельности, которые бы включали в себя, в том числе и опыт работы ведущих иностранных депозитариев. Понятно, что знание таких стандартов не могло прийти к нам само по себе, и мы стали ездить на стажировки и всевозможные конференции.

Происходило это чаще всего так. Мы писали запрос в крупнейшие иностранные банки, представляясь не сотрудниками Arthur Andersen, как это было по контракту, а представителями Ресурсного секретариата ФКЦБ — органа, который в какое-то время объединил в одну группу команды

«большой шестерки» в работе по подготовке законодательства и консультационного обслуживания в процессе построения российского рынка ценных бумаг. Нам, как правило, шли навстречу, ведь мы таким образом были представителями российского регулятора рынка ценных бумаг.

Из таких поездок мы приезжали с громадными талмудами, в которых содержались описания всех процедур, по которым работали представители иностранных компаний. На меня большое впечатление произвела такая поездка в Bank of New York. В этом банке специалисты, занимающиеся в кастоди обслуживанием клиентов, работали в гигантском зале. Место руководителя клиентских менеджеров было оборудовано монитором, на котором было видно, кто, сколько на какой линии разговаривает с клиентом по телефону. Как нам потом рассказали, для общения с клиентом существовал норматив около 5–7 минут, при превышении которого у руководителя на мониторе загорался специальный сигнал и была возможность незаметно подключиться к этой линии, чтобы понять, почему его сотрудник так долго общается по телефону с клиентом. И если обнаруживалась какая-то проблема, то он тут же мог вступить в диалог. На каждое самое незначительное действие у сотрудника была инструкция, которая могла прямо в режиме он-лайн отображаться на экране его компьютера.

В российских депозитариях в то время, конечно же, таких технологий не было. Более того, не было и регламентирующих документов и стандартных документов отчетности.

В 1996 году я принимала участие в проекте по созданию методических основ работы в России специализированных депозитариев и запуску пилотного проекта спецдепозитария: Первого Российского специализированного депозитария (ПРСД).

Это был уже проект, инициированный не USAID, несмотря на то, что наша деятельность финансировалась по-прежнему за счет грантов этой организации. Работа эта велась в рамках Ресурсного секретариата Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Заказчиком работ также была ФКЦБ.

К тому времени в российском правительстве уже хорошо понимали, что ориентироваться в развитии фондового рынка только на иностранных инвесторов было нельзя. Противопоставить достаточно серьезным финансовым потокам, которые приходили на российский фондовый рынок из-за рубежа, отечественным профессиональным участникам было нечего. В то же время стали появляться весьма радужные оценки инвестиционного потенциала населения России и было решено обеспечить поддержку российскому рынку за счет средств массовых частных инвесторов. Тогда вышла соответствующая Программа, подписанная В. С. Черномырдиным и был поставлен годовой срок, в течение которого нужно было организовать необходимые институты для рынка коллективных инвестиций, создать для этого рынка законодательную базу, провести пропаганду и обучение населения.



Главным органом, который должен был претворять в жизнь эти планы, была ФКЦБ. Развитие рынка коллективных инвестиций должно было начаться с появления паевых инвестиционных фондов. К тому времени уже существовал крайне негативный опыт первых финансовых пирамид, и для ФКЦБ основной задачей и делом чести стала разработка нормативной базы, которая бы максимально защищала инвесторов даже от самой угрозы мошеннических действий со стороны тех людей, кому они доверяли свои средства.

Безусловно, колоссальную роль в создании индустрии паевых инвестиционных фондов сыграл глава ФКЦБ Дмитрий Валерьевич Васильев, Альберт Владимирович Сокин, а также такие люди из команды Васильева, как Виктория Павловна Волкова.

Разработка нормативной базы для ПИФов стало первой попыткой в истории современного российского фондового рынка создать сразу всю отрасль со стройной структурой, отлаженной нормативной базой. В рамках этой попытки создавались все элементы работы индустрии и готовилась законодательная база, регулирующая работу этих элементов как единого, слаженного механизма. То, что в результате было разработано, оказалось достаточно удачным вариантом, который работает и до сегодняшнего времени, хотя позже и потребовал принятия специального Закона «Об инвестиционных фондах» и ряда дополнительных нормативных актов со стороны ФКЦБ-ФСФР.

Я вместе с коллегами в этом процессе занималась разработкой процедур, по которым предстояло работать специализированным депозитариям — одному из ключевых элементов индустрии паевых инвестиционных фондов.

К 1997 году опыт нашей работы мы обобщили в работе «Методические рекомендации по организации работы и операционные процедуры специализированных депозитариев паевых инвестиционных фондов». Получился 200-страничный документ, в котором описывалась организационная структура спецдепозитария, его операционные процедуры, правила открытия счета, оформления поручений, проведения сверки, была полностью описана контрольная функция депозитария и другие аспекты практической работы спецдепа.

При подготовке наших документов, а также в процессе написания нормативной базы работы специализированных депозитариев самой большой дискуссией, которая вызвала жаркие споры, была дискуссия о том, как должны были осуществляться контрольные функции спецдепозитария. Существовало две точки зрения. Сторонники одной считали, что контроль должен быть предварительным, чтобы предотвратить саму возможность нарушения со стороны управляющей компании. Оппоненты считали, что контроль должен быть последующим, но при этом все контрольные функции должны осуществляться с минимальной задержкой. В итоге победила вторая точка зрения. Одной из основных причин этого стала технологическая сложность реализации упреждающего кон-

троля, которую с учетом существовавших тогда средств связи было просто физически невозможно реализовать.

Параллельно с написанием методических документов я занималась работой по подготовке к запуску ПРСД. К тому времени ПРСД уже существовал, его руководителем была Юлия Загачин, под руководством которой работала Надежда Мосенкова (была заместителем генерального директора, а позже стала генеральным директором), начальник депозитарного отдела Ирина Мосенкова, юрист Павел Сизов, штат бухгалтерских и депозитарных специалистов. Мы занимались написанием процедур, по которым предстояло работать ПРСД, самыми сложными из которых оказались процедуры взаимодействия с управляющими компаниями. Основная трудность состояла в том, чтобы сделать такие процедуры, которые бы позволяли наладить эффективное взаимодействие с управляющими компаниями так, чтобы идея контроля не стала доминирующей до такой степени, что связала бы по рукам и ногам управляющих. Ориентироваться на какой-то западный опыт у нас не было возможности, и мы ориентировались в основном на здравый смысл.

ПРСД стал первым специализированным депозитарием, который начал свою работу в России, всю работу по подготовке удалось завершить за полгода. Чуть позже лицензию на этот вид деятельности получил спецдепозитарий CS First Boston и банк «Империал».

В 1997 году USAID прекратил финансировать проект и мы заканчивали работу над документами и сдавали дела. Заключительным отчетом нашей деятельности стал обширный труд под названием «Опыт методы и принципы организации кастодиальной деятельности». Авторами этого документа кроме меня стали А. Агеев, А. Назаров, А. Ефремов, М. Мартин и А. Вишневский. На тот момент это была, пожалуй, первая работа, которая систематизировала знания о кастодиальной деятельности и о специфике депозитарной индустрии в России.

### **Впервые о рисках**

В августе 1997 года меня пригласили на работу в Некоммерческое партнерство Национальный депозитарный центр (НДЦ), который был образован в январе 1997 года. К моменту моего прихода в НДЦ уже был свой штат, кроме того, в работе Национального депозитарного центра принимали участие и некоторые сотрудники ММВБ: Павел Фатеев, который готовил документы по созданию некоммерческого партнерства, Сергей Кобзев, отвечавший за программное обеспечение, Александр Семин, занимавшийся технологиями, Андрей Шляпо, отвечавший за операционную часть.

В НДЦ я пришла на должность советника Директора Галины Стародубцевой. Основные силы НДЦ на тот момент были брошены на получение лицензии. Это было непростым делом, которое осложнялось противостоянием, существовавшим между Банком России, чьим детищем был НДЦ, и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. Но в НДЦ к тому времени сформировался уже сильный юридический блок, в который

входила Екатерина Демушкина, Лариса Азимова, да и сама Галина Стародубцева была сильным юристом, и, благодаря их усилиям, лицензию удалось получить.

Мне, по моему же предложению, были отданы вопросы, связанные с внутренним контролем и управлением рисками. В то время тема рисков в российских депозитариях практически не поднималась и всерьез не изучалась. Но я, общаясь с представителями зарубежных кастодианов, уже отлично представляла, насколько эти вопросы важны в работе депозитария. Поэтому занялась подготовкой процедур внутреннего контроля и описанием параметров, которые должны на постоянной основе отслеживаться. Занимаясь подготовкой внутренних процедур в НДЦ, я обнаружила, что опыт написания таких документов, приобретенный мною в работе на проектах USAID, пригодился.

Для депозитария всегда самые основные риски — операционные, которые возникают из-за возможных ошибок персонала и отсутствия или недостатка внутреннего контроля. Главными методами управления операционными рисками являются четко прописанные процедуры действия сотрудников в каждом конкретном случае. Даже во внештатной ситуации сотрудник обязан знать, что он должен делать. Именно таким образом в депозитариях всего мира снижают вероятность ошибок. Дополнительной защитой от операционных рисков являются также высокие требования к квалификации сотрудников.

В основе разработки процедур внутреннего контроля лежит четкое понимание всех рисков, с которыми в своей работе сталкивается депозитарий. Для того чтобы классифицировать риски, в работе над созданием внутренних процедур в НДЦ я составила первую, пожалуй, в российской практике карту рисков для депозитариев. Позже эта карта рисков, подготовленная для НДЦ, использовалась ПАРТАДом, депозитарием ОНЭКСИМ Банка, а также другими депозитариями.

Составленная карта классифицировала все риски депозитария на несколько видов рисков верхнего уровня. Далее каждый риск, например, страновой, операционный, риск взаимодействия с контрагентами, регулятивный и т. д. детализировался на более конкретные подвиды рисков. Для каждого риска выбиралась своя шкала и уровень детализации описания. По мере такой детализации в описании процедур и операций депозитария можно было уже закладывать какие-то действия, которые бы позволяли уменьшить вероятность наступления каждого подвида рисков. Таким образом, на основе карты рисков разрабатывалась вся идеология внутреннего контроля.

Такой подход впервые использовался среди российских депозитариев. Большинство наших коллег тогда предпочитали работать в условиях, когда в расчет принимались только наиболее очевидные риски для того или иного депозитария и применять такой системный, но сугубо теоретический подход никто не хотел. Такое возможно было сделать только в НДЦ. Вообще, Национальный депозитарный центр некоторые называ-

ли научно-исследовательским институтом на рынке депозитарных услуг. В отличие от всех остальных депозитариев, в работе НДЦ всегда присутствовал элемент аналитико-методологического направления. Всегда были специалисты, которые занимались не только операционной деятельностью, но и описанием процедур или разработкой новых проектов. Во многом такая специфика НДЦ определялась политикой руководства и личным участием Андрея Андреевича Козлова, курировавшего развитие НДЦ. Козлов искренне хотел, чтобы НДЦ был локомотивом депозитарной мысли, чтобы кроме завоевания ведущей роли на рынке мы выдавали бы еще и стандарты депозитарной деятельности.

НДЦ с момента своего рождения стал местом сосредоточения очень талантливых людей и отличался от других организаций только ему свойственным духом. Мы даже в шутку называли себя клубом любителей жизни. Во многом это было заслугой первого директора НДЦ Галины Стародубцевой. Она была очень бескомпромиссным, целеустремленным и жестким борцом, отдававшей всю себя работе депозитарного центра. При всей своей твердости характера, который проявлялся в работе, она могла быть удивительно душевным человеком в нерабочем общении, сплачивая вокруг себя коллектив. Вообще, первые годы работы НДЦ, когда наш коллектив еще был достаточно компактным, запомнился очень активным неформальным общением. Мы часто проводили выходные вместе где-нибудь на природе. Помню, что 3-летие НДЦ было ознаменовано спектаклем по мотивам пьесы В. Шукшина «До третьих петухов». Постановкой руководила Галина Стародубцева, а сам спектакль назывался «Как Иванушка-дурачок за лицензией ходил». В спектакле сотрудники НДЦ обыгрывали мытарства Иванушки-дурачка при получении депозитарной лицензии в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Галина читала авторский текст. Среди героев были такие персонажи, как Баба Яга, Илья Муромец и... Председатель ФКЦБ! Я в этом спектакле играла Царевну Несмеяну. Премьера состоялась в клубе «Гараж» на Пушкинской площади, куда была приглашена вся элита фондового рынка. Помню, что нам здорово аплодировали, а потом еще долго вспоминали наш спектакль как одно из самых ярких событий, ожививших напряженную жизнь профессионального сообщества.

Начало работы НДЦ нельзя назвать простым, ведь кроме серьезных задач в сфере становления бизнеса, приходилось преодолевать мощное политическое противодействие, которое было связано с противостоянием Банка России и Федеральной комиссии в вопросах регулирования фондового рынка и депозитарной деятельности. Очень сложным периодом для НДЦ стал кризис 1998 года. Тогда, из-за того, что для разных категорий инвесторов был определен различный порядок выплат по ГКО, а головным депозитарием по ГКО был НДЦ, на нас оказывалось мощнейшее давление со стороны разных сил, чтобы обеспечить себе более выгодный вариант. В ход шло все — от поддельных договоров, до «мас-

ки-шоу» автоматчиков, но Галина Стародубцева заняла жесткую позицию в отношении любой подобной попытки. Это приводило к большому количеству сложных инцидентов. Один такой случай, связанный с Галиной, мне очень хорошо запомнился. В НДЦ тогда приехали представители отдела борьбы с экономическими преступлениями в сопровождении автоматчиков, чтобы посмотреть какие-то очередные документы, связанные с ГКО. Это случилось в день рождения сына Галины, когда она хотела пораньше уйти с работы, хотя обычно засиживалась до ночи. Вдруг перед самым ее уходом ворвались люди с автоматами и в масках и стали требовать от нее какие-то документы. Она им говорит: «Извините, я не могу сейчас с вами разговаривать, потому что у моего сына — день рождения». Естественно, что такой ответ не понравился нежданым посетителям. И вот, когда уже обстановка была накалена до предела, вдруг раскрывается какая-то коробочка, и из этой коробочки выскакивает карликовый кролик, которого Галине подарили для ее сына. И вот этот кролик несется по коридору мимо автоматчиков и сотрудников НДЦ и разряжает обстановку. В результате ее тогда вместе с кроликом не стали задерживать и отпустили на день рождения сына.

Весной 1998 года в НДЦ пришел Сергей Наумов, которому я передала все подготовленные наработки, касавшиеся процедур внутреннего контроля и управления рисками, и Сергей дальше продолжил развивать это направление в качестве руководителя отдела внутреннего контроля. Тогда же в НДЦ пришел и Владимир Лагунов, который организовал работу депозитарного центра в области корпоративных действий и информации, а также взаимодействия с эмитентами.

Занимаясь подготовкой положения об отделе внутреннего контроля, я попыталась внедрить в работу НДЦ много идей из западной практики работы депозитариев. Большинство моих предложений было сразу же принято, за исключением одного. Я пыталась проводить идею, что внутренний контролер должен подчиняться не директору, а совету директоров. Тогда со мной не согласились. «Ну что это за абсурдная идея, — спорили со мной, — есть начальник отдела, он с кем заключает договор? — С директором. Кто ему устанавливает зарплату? — Конечно же, директор. Кто его отпускает в отпуск — директор. Как при всем при этом он может подчиняться какому-то совету партнерства?» Несмотря на то, что тогда эта идея не прошла, со временем понимание функции контролера изменилось, и сейчас подобная норма вошла в проект закона, регулирующего деятельность центрального депозитария.

### **Практика «мостостроения»**

1998 год в истории депозитарной индустрии был ознаменован крайне важным событием — был открыт «мост» НДЦ-ДКК.

Началось все с того, когда несколько руководителей НДЦ: Галина Стародубцева, Павел Фатеев и Сергей Кобзев — съездили в Бельгию в ком-

панию Euroclear, где познакомились с работой механизма перевода акций между Euroclear и другим международным депозитарием — Clearstream. Механизм этот назывался «мостом».

После этой поездки Павел Фатеев высказал идею о создании такого же механизма для перевода акций между НДЦ и ДКК. К тому времени уже шла активная торговля и в Российской Торговой Системе, для которой де-факто расчетным депозитарием был ДКК, и на ММВБ, где расчеты по бумагам выполнялись через НДЦ. И там и там основные объемы торговли приходились на достаточно небольшое количество бумаг, и торговали одни и те же участники. Часто бумаги с одной площадки необходимо было перевести на другую. Это происходило через реестр и могло занять и 15 дней, и даже целый месяц. Естественно, в условиях волатильного рынка такие сроки не могли устраивать никого. Кроме того, перевод ценных бумаг с одной площадки на другую через реестр приводил к увеличению издержек для участников рынка.

В сложившейся ситуации и в НДЦ и в ДКК стало очевидно, что настало время для выстраивания нормальных междепозитарных отношений, и было принято решение о создании «моста». Со стороны НДЦ курировать этот проект поручили мне. Со стороны ДКК этим занималась Наталья Лебедева.

Прототипом для моста НДЦ-ДКК стал механизм, который использовали Euroclear и Clearstream. В основе схемы лежало использование двух взаимных счетов, один НДЦ открывал в ДКК, другой ДКК — в НДЦ. Счета эти имели особый статус. Если бумаги из одного депозитария нужно было перевести в другой, скажем, из НДЦ в ДКК, то на основе поручения бумаги со счета клиента НДЦ переводились на счет ДКК в НДЦ. Клиент также подавал поручение на зачисление бумаг на свой счет в ДКК, на основании которого ценные бумаги попадали уже к нему на счет.

Несмотря на то, что использованная схема в общем напоминала технологию работы моста Euroclear-Clearstream, мы добавили множество дополнительных опций, которые диктовались нашим стремлением управлять рисками. И эта часть была инициативой НДЦ и моей лично. Основным риском в такой технологии междепозитарных переводов был риск потери активов в другом депозитарии. Открывая счет в ДКК, мы должны были гарантировать клиенту сохранность ценных бумаг, которые на этом счете учитывались. Поэтому мы внедрили следующую систему управления рисками. Во-первых, была сверка активов каждый день, но самое главное, и этого не было в схеме моста Euroclear и Clearstream, мы обнуляли каждый день остаток по бумагам на счете одного из депозитариев. То есть после подведения итогов переводов за день по каждой бумаге мы проводили неттирование остатков на счете ДКК в НДЦ и на счете НДЦ в ДКК. Таким образом, нам удалось избежать постепенного накопления ценных бумаг на этих счетах, что снижало риски для участников моста, ведь в другом депозитарии хранился не весь, с каждым днем возрастающий объем бумаг, а только сальдо.



Мы с ДКК тогда договорились о паритетном отношении к уровню рисков, величина риска каждого депозитария для схемы моста составляла 5 миллионов долларов. Ко времени запуска моста у НДЦ и у ДКК были уже страховки на такие суммы. Ежедневно после неттирования производилась оценка совокупной стоимости бумаг по рыночным котировкам. Если совокупная оценка превышала 5 млн долларов, то на величину превышения оформлялись передаточные распоряжения в реестр, и мы передавали распоряжения в ДКК, чтобы она перевела бумаги со своего счета номинального держателя на счет НДЦ как номинального держателя. Тем самым размер этого остатка уменьшался и всегда держался в пределах суммы, на которую распространялась страховка. Постепенно лимиты росли и сейчас составляют уже 50 млн долларов.

Кроме ежедневного урегулирования количества акций, превышающего допустимый лимит, на ежемесячной основе, независимо от лимита, происходит полное обнуление остатков наших счетов, и все остатки выводятся в реестры.

Реализация схемы моста НДЦ-ДКК заняла 8 месяцев. Сначала для перевода между депозитариями были доступны 5 эмитентов ценных бумаг, по которым проходили наиболее активные торги. Наибольший объем переводов после запуска моста пришлось на бумаги РАО ЕЭС и ЛУКОЙЛа, они составляли около 75–80% от всего объема переводов, которые проходили в первое время по мосту. В день подавалось и обрабатывалось до 25 поручений на перевод.

Первый месяц для переводов между нашими депозитариями по мосту было подано 221 поручение: 101 на зачисление из ДКК в нашу сторону и 120 на списание в ДКК. Когда мы подвели итоги, то у нас возникла паника — бумаги из НДЦ перетекали в ДКК! Так продолжалось несколько месяцев. Это было связано с тем, что на РТС торги тогда шли гораздо активнее, чем на ММВБ. Однако достаточно быстро ситуация изменилась. Сейчас, к примеру, когда центр ликвидности находится на ММВБ, более 1000 поручений подается на зачисление из ДКК в НДЦ и около 600 — в обратном направлении, а общие объемы междепозитарных переводов по мосту составляют более 3 млрд долларов месяц.

Накопив опыт работы с 5 бумагами, мы стали расширять количество ценных бумаг, которые были доступны для перевода по мосту. В настоящее время мост НДЦ-ДКК работает для 53 эмитентов, но реально бумаг больше, так как, каждого эмитента могут быть и обыкновенные и привилегированные акции нескольких выпусков.

Вскоре после запуска моста выяснилось, что спектр использования его механизма на практике оказался гораздо шире только междепозитарных переводов. ДКК стала использовать свой междепозитарный счет в НДЦ как держательский, выполняя функцию держателя бумаг при торговле на ММВБ, т. е. на торговых разделах счета появились ценные бумаги, которые участвовали в торгах на ММВБ.

## **В поисках новых рынков**

НДЦ всегда был нацелен на центральную позицию в организации хранения и расчетов как для различных торговых площадок, так и для внебиржевого рынка. Мы отчетливо осознавали, что ликвидность должна быть сосредоточена в одном месте и считали, что, естественно, таким местом должен стать НДЦ.

Кроме ММВБ наиболее интересным всегда был вопрос организации работы с Российской торговой системой. Нужно отметить, что, несмотря на постоянную конкуренцию между ММВБ и РТС, отношения РТС с Национальным депозитарным центром были всегда конструктивными. Неоднократно представителями РТС и НДЦ поднимался вопрос о совместной работе. Впервые такое предложение возникло еще в 1998 году. Тогда особо тесного сотрудничества между РТС и ДКК еще не было. Создание такого тандема было больше задачей акционеров РТС, а не его руководства, которое было заинтересовано в расширении бизнеса и рассматривало различные варианты. Тогда обсуждался вопрос о том, что и ДКК и НДЦ могут выполнять функцию расчетного депозитария для РТС, но работать они будут каждый по своему списку ценных бумаг. Причем в отношении облигаций для НДЦ это было сделать достаточно легко.

В 1998 году в РТС возникли планы заняться серьезным развитием биржевой торговли. И НДЦ со своим опытом работы в качестве расчетного депозитария ММВБ был для этого очень перспективным партнером. В проекте по построению взаимодействия с РТС мы зашли достаточно далеко. В 1999 году было даже подготовлено программное обеспечение с обеих сторон для начала операционного взаимодействия, подготовлен договор, который учитывал требования РТС к операционному взаимодействию. Началось даже тестирование программного обеспечения. Оставалось только объявить участникам, чтобы они открывали торговые разделы. Но на последний шаг смелости не хватило.

Периодически к этому вопросу то по инициативе НДЦ, то РТС мы возвращались в 2001 и 2003 году, но до нынешнего времени ситуация не изменилась.

Кроме работы с торговыми системами НДЦ занимался проектами и выхода на внебиржевой рынок. Первым таким работающим проектом стала организация расчетов на условиях поставки против платежа (ППП) для рублевых внебиржевых сделок, запущенная в НДЦ в 2001 году. Это был совместный проект НДЦ и Расчетной палаты ММВБ. В депозитарном центре занимался его реализацией Александр Барщевский.

Я в то время занималась разработкой организации внебиржевой поставки против платежа с расчетами в валюте и, естественно, обращала внимание на то, как работает аналогичный проект для расчетов в рублях. Тогда этот проект достаточно часто становился объектом моей критики. Реализованная технология ППП мне казалась неправильной. Дело

в том, что мы, как клиринговая организация в схеме рублевой ППП, не управляли счетами участников. В идеальном варианте при ППП депозитарий должен управлять как счетами ценных бумаг, так и денежными счетами.

В том же варианте, который был реализован, НДЦ управлял счетами ценных бумаг, а денежными счетами в Расчетной палате ММВБ управляли сами владельцы счетов. Покупатель подавал поручение Расчетной палате на перевод денег с его счета на счет продавца, указав при этом, что в расчете сделки принимает участие НДЦ. И Расчетная палата до момента подтверждения от нас держала этот платеж в режиме ожидания. Подтверждение от НДЦ поступало, когда мы убеждались в наличии поручения на списание с одного счета и зачисления на другой счет и в наличии ценных бумаг у продавца. После этого Расчетная палата получала от нас сигнал, переводила деньги, а НДЦ осуществлял перевод ценных бумаг.

При этом НДЦ не видел обеих позиций: и денежной, и бумажной, то есть, реализованная внебиржевая поставка против платежа не соответствовала классическим международным стандартам. Такая схема не позволяла организовать кредитование ценными бумагами и создать эффективную систему риск-менеджмента.

Но позже, когда стало понятно, что использовавшаяся схема была единственной, которая могла хоть как-то работать, я отказалась от своей критики. Разработанное тогда решение и сегодня пользуется интересом, особенно для сделок с облигациями, и в месяц через НДЦ сейчас проходит около 400 сделок на внебиржевом рынке на условиях поставки против платежа.

Вопрос о запуске валютной ППП для внебиржевых сделок возник как ответная реакция на схему, которую участникам рынка предложила ДКК, организовав поставку против платежа с участием банка JP Morgan Chase.

Но на нашем пути встало два препятствия. Банк России никогда не одобрял сделок с российскими активами за иностранную валюту за рубежом, и нам, как организации, созданной по инициативе Банка России, было невозможно не учитывать точку зрения ЦБ в этом вопросе. К тому же обнаружились проблемы, связанные с законодательным регулированием клиринговой деятельности. Согласно Постановлению ФКЦБ № 50 и заменившему его Постановлению ФСФР № 32-пс, которые регулировали порядок ведения клиринговой деятельности, расчетной организацией для расчетов по деньгам могла выступать только небанковская кредитная организация. И эта норма ставила крест на любом взаимодействии с иностранным банком, через который должны были осуществляться расчеты в валюте, ведь иностранный банк, не являясь даже резидентом РФ, не мог быть НКО по российскому законодательству. Тогда в НДЦ расценили, что риски санкций со стороны регулятора за нарушение этого положения были достаточно высокими, и проект

был свернут. Но сейчас, когда наблюдается общий курс на либерализацию валютного законодательства, вероятно, ситуация изменится, и для нас появится возможность осуществить схему валютной поставки против платежа.

Кроме различных проектов, которые были связаны с работой НДЦ на рынке ценных бумаг России, крайне важным для нас стал вопрос установления междепозитарных отношений с крупнейшими международными депозитариями.

В своем исследовании рынка депозитарных услуг, подготовленном в 1995 году в рамках проекта USAID, мы с коллегами отмечали, что уже в то время, в середине 90-х годов, российские банки вели работу по налаживанию работы с иностранными кастодианами. Так, например, к тому времени Международный Московский Банк уже имел счет в Euroclear и заключил генеральное соглашение с австрийским банком «Кредитанштальт» на предоставление субкастодиальных услуг, Банк Российский Кредит имел договор о субкастодиальном обслуживании с немецким Нуро Банк и планировал самостоятельно вести работу на иностранных рынках через свой филиал в Лондоне.

В НДЦ первая попытка установить отношения с международным депозитарием была предпринята в 2000 году. Мы решили начать с Euroclear. К тому времени из российских участников в Euroclear счета имели всего пять банков. Мы написали письмо, на которое получили нерадостный ответ. Нам предложили немного подрасти и «набрать веса».

Тогда в 2000–2001 году мы решили попытаться открыть счет в Clearstream. Но и эта попытка завершилась неудачей. Со временем ситуация изменилась, последствия дефолта 1998 года стали потихоньку уходить на задний план, к тому же Clearstream придавал большое значение тому, что НДЦ был образован Банком России. И в 2003 году представители Clearstream пошли на контакт. Правда, тут возникла сложность уже с нашей стороны. В отличие от кредитных организаций, НДЦ не мог сразу открыть счет в иностранном банке (депозитарии), так как на это требовалось специальное разрешение территориального отделения Банка России. Несмотря на родственные отношения с Банком России, нам потребовался год на то, чтобы получить такое разрешение. Для того чтобы все-таки не затягивать начало работы, было принято решение получить депозитарную лицензию на Расчетную палату ММВБ, которая была небанковской кредитной организацией, и ей было проще открыть счет за рубежом. Депозитарную лицензию на Расчетную палату удалось получить достаточно быстро, и НДЦ в этом депозитарии стал единственным депонентом. После получения этой лицензии, Расчетная палата открыла счет в Clearstream, и мы смогли такими окольными путями начать работу с этим международным депозитарием. Позже, когда НДЦ все-таки получил разрешение открыть счет в Clearstream самостоятельно, мы уже перешли на прямую схему работы (в мае 2005 года).

После открытия счета в Clearstream острая необходимость в открытии аналогичного счета в Euroclear отпала, ведь между этими организациями организован эффективный «мост». Тем не менее в ближайшее время НДС будет иметь счет и в Euroclear.

### **Американская история**

В годы своего становления Российский фондовый рынок всецело зависел от иностранных инвесторов. Именно в работе с иностранными инвесторами стало ясно, насколько развитие инфраструктуры, и, в частности, депозитарной системы, может не просто влиять на привлекательность фондового рынка для иностранных инвесторов, но и определять их физическую возможность выйти на наш рынок.

Показательным в этом случае стал пример с возможностью доступа на российский фондовый рынок американских институциональных инвесторов. Деятельность этих организаций в США регулируется Законом «Об инвестиционных компаниях» 1940 года. До 1984 года американские институциональные инвесторы, т. е. институты, которые в России относятся к индустрии коллективных инвестиций (инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые компании) для хранения своих зарубежных активов имели право пользоваться только услугами американских банков в соответствующей стране. Как результат — только 34 фонда в 1984 году инвестировали свои средства в иностранные ценные бумаги. В 1984 году в этот закон было внесено очень важное изменение — появилась статья 17f-5, которая определяла, какие условия должны соблюдаться при выходе американского инвестиционного фонда на зарубежный фондовый рынок. Впервые в этой статье были сформулированы критерии выбора иностранного субкастодиана, который хранил бы зарубежные активы американских инвестиционных фондов. В соответствии со статьей 17f-5 кастодиальное обслуживание американских фондов на иностранных рынках ценных бумаг могли осуществлять: американский банк, учрежденный по законам США и имеющий совокупный капитал не менее 500 млн долларов, или eligible foreign custodian — «подходящий иностранный кастодиан». Таким «подходящим» кастодианом мог быть: банк или трастовая компания, действующая по законам соответствующей страны с акционерным капиталом не менее 200 млн долларов; филиал американского банка с акционерным капиталом не менее 100 млн долларов, зарегистрированный в соответствующей стране; центральный в данной стране депозитарий или клиринговая компания; депозитарий или клиринговая компания, работающая в транснациональной системе хранения ценных бумаг.

В таком виде требования к иностранным кастодианам, хранящим активы американских фондов, просуществовали до июня 1997 года, когда в Закон «Об инвестиционных компаниях» были внесены новые поправки. Требования, сформулированные в статье 17f-5, стали серьезным препятствием для прихода в Россию американских фондов. Дело в том, что в на-

чале развития российского фондового рынка ни один из этих критериев не мог быть выполнен. Несмотря на то, что в России тогда уже существовали дочерние банки иностранных банков, предоставлявших услуги кастоди: Citibank, Chase Manhattan Bank, ABN AMRO, ING Bank, капиталы этих дочерних банков были менее 100 млн долларов. Все они создавались преимущественно с капиталом не более 10 млн долларов. Американские банки не могли напрямую оказывать услуги депозитарного обслуживания на территории Российской Федерации, так как для этого необходимо получить депозитарную лицензию, а такую лицензию могло получить только российское юридическое лицо. Центрального депозитария, или центральной клиринговой компании, так же как и депозитариёв, которые бы работали в транснациональной системе хранения ценных бумаг, в России не было. То есть американским фондам прийти на российский рынок, не нарушив законодательство, было просто невозможно.

Для таких случаев в американской практике существовало две возможности обойти законодательное препятствие. Одна такая возможность была персонифицированной и действовала для конкретных депозитариёв, которые оказывали услуги на соответствующем иностранном рынке. В отношении таких депозитариёв Security and Exchange Commission (SEC) — Американская комиссия по ценным бумагам и биржам выпускала так называемый Exemption Order, или приказ об исключении, который мог снять требования к капиталу. Российский дочерний банк американского банка, который получал такой документ, имел право работать с американскими фондами. В России Exemption Order получили Chase Manhattan Bank, Citibank, ING Bank, ABN AMRO.

Вторая возможность была неперсонифицированная и предоставлялась уже самим инвестиционным фондам. В их отношении SEC выпускала No-Action Letter, или Письмо о Невмешательстве, суть которого сводится к тому, что при соблюдении ряда параметров, перечисленных в таком документе, и при том, что фонд берет на себя риски, связанные с работой на иностранном рынке ценных бумаг, такому фонду разрешалось инвестировать средства в иностранные активы. Несмотря на то, что это письмо было неперсонифицированное, оно выпускалось после обращения какого-то конкретного фонда.

Относительно российского рынка такое обращение поступило от фонда Темплтон, в ответ на которое в 1995 году SEC выпустило Templeton No-Action Letter. В этом письме было четко определено, что американский фонд может работать на российском рынке при условии, что кастодиан активов фонда хранит их у регистратора. У кастодиана, обслуживающего такой фонд, с регистраторами, где хранятся активы, должны быть договорные отношения. No-Action Letter определяло также необходимые условия для договора между кастодианом и регистраторами. В таком договоре должны были фиксироваться обязанности по регулярному получению выписок от регистраторов о проведенных операциях по перерегистрации активов по счету кастодиана, должны были оговариваться



точные сроки для перерегистрации, кастодиан должен был иметь возможность быть зарегистрированным в реестре в качестве номинального держателя. Также согласно требованию No-Action Letter в договоре должно было быть обозначено право на проверку учетных файлов и документов регистратора независимым аудитором, которого определял кастодиан, определялась спецификация обязанностей и ответственности регистратора исполнять корпоративные действия, включая выплату дивидендов, а также определялись процедуры по разрешению споров с регистратором и получении компенсации в случае возникновения потерь по вине регистратора.

После выхода Templeton No-Action Letter иностранные кастодианы проделали колоссальную работу по заключению договоров с реестродержателями. Реестры крайне неохотно шли на заключение таких договоров, но на стороне иностранных кастодианов были крупные инвесторы, от денег которых зависело и само развитие фондового рынка и бизнес реестродержателей.

No-Action Letter также выпускались и в отношении кастодианов. Такое письмо в 1996 году вышло в отношении ОНЭКСИМ Банка. Согласно этому письму американские институциональные инвесторы получили возможность использовать кастодиальные услуги ОНЭКСИМ Банка или другого российского банка на рынке государственных ценных бумаг, а также иных бумаг, которые аналогичны государственным по условиям обращения, расчетов и хранения, если такой банк отвечал требованию 17f-5 в отношении минимального размера собственных средств и являлся первичным дилером на рынке государственных ценных бумаг.

В 1997 году в статью 17f-5 Закона «Об инвестиционных компаниях» были внесены изменения. Пред этим в июле 1996 года SEC выпустила релиз, в котором были предложены для обсуждения поправки и дополнения к действовавшей статье. На обсуждение этих поправок отводилось 2 месяца, но на практике этот процесс затянулся почти на год.

Суть поправок сводилась к изменению трактовки понятия «eligible foreign custodian» — подходящего иностранного кастодиана, определению критериев выбора кастодина, также вводились требования, предъявляемые к совету директоров фонда в отношении выбора кастодиальной компании и последующего контроля за ее деятельностью.

В результате изменений в статью 17f-5 было отменено требование к размеру акционерного капитала кастодиана, вместо требования быть центральным депозитарием или клиринговой компанией, кастодиан должен был быть включенным в систему, связанную с центральным депозитарием или клиринговой компанией.

Кроме того, подходящим иностранным кастодианом мог стать депозитарий, который был обязательным для хранения ценных бумаг вне зависимости от того, имел он статус центрального или нет.

В итоге в соответствии с новым положением статьи 17f-5 подходящим иностранным кастодианом мог признаваться дочерний банк или компания

американского банка или банковской холдинговой компании; депозитарий или клиринговая компания, действующие в системе централизованного хранения и/или учета ценных бумаг, которые регулировались иностранным ведомству, ответственному за регулирование рынка ценных бумаг в соответствующей стране; депозитарий или клиринговая компания, работающие в транснациональной системе хранения ценных бумаг. Принятые поправки теоретически значительно упрощали возможность проникновения крупных американских инвесторов на иностранные фондовые рынки, в том числе и на российский. Но на практике никакого централизованного хранения в России не было и получить статус «подходящего иностранного кастодиана» российским депозитариям было невозможно.

Каково же было удивление, когда в декабре 1997 года было объявлено, что ДКК получила от SEC письмо, в котором Депозитарно-Клиринговая Компания признавалась «eligible foreign custodian». Естественно, в Национальном депозитарном центре это было воспринято как вызов, и было принято решение получить аналогичное письмо и в отношении НДЦ. Заниматься этим вопросом должна была я. Спустя год, в декабре 1998 года, из SEC пришло письмо в НДЦ. При детальном прочтении, оказывалось, что суть письма сводилась примерно к следующему. Если НДЦ считает, что удовлетворяет критериям, установленным правилом 17f-5, то он является «eligible foreign custodian». Как оказалось, письмо ДКК содержало точно такую же формулировку. То есть, хотите считать себя «подходящим иностранным кастодианом» — считайте, если удовлетворяете всем требованиям. Но сложность заключалась в том, что иностранные инвесторы не считали российские депозитарии такими eligible foreign custodian, ведь к тому времени в России по-прежнему не было системы централизованного хранения и учета ценных бумаг.

Естественно, что все эти правила распространялись только на американских институциональных инвесторов, а инвесторы, зарегистрированные в других юрисдикциях, могли на них не обращать внимания. Но проблема заключалась в том, что брокеры, которые обслуживали иностранных инвесторов, предпочитали предлагать своим клиентам единые для всех решения, и если какое-то решение не позволяло работать на российском рынке американским инвесторам, то оно не предлагалось никому. Поэтому привлечь иностранных инвесторов для обслуживания в российские депозитарии было крайне сложно.

В 2000 году в Законе «Об инвестиционных компаниях» появилась новая статья 17f-7. В ней были уже сформулированы новые критерии работы американских институциональных инвесторов на зарубежных рынках. Она либерализовала возможность хранения активов американских фондов у локальных кастодианов. Критериев «eligibility foreign custody» стало больше: для этого кастодиан должен был быть включен в систему централизованных расчетов; должен был предоставлять клиентам услуги на паритетных основах, т. е. все клиенты должны были иметь равный

доступ к услугам депозитария; должен был предоставлять регулярные отчеты клиентам, и регулироваться со стороны органа, регулирующего фондовый рынок в данной стране.

Самое главное, что было в 17f-7, чего раньше не было в 17f-5, — это то, что вся ответственность за выбор местного депозитария возлагалась на субкастодиана. До этого такая ответственность лежала в большей степени на фонде.

В правиле 17f-7 говорится, что если иностранный кастодиан, обслуживающий фонд, проводит регулярный мониторинг локального субкастодиана, гарантирует сохранность активов, помещенных в местный депозитарий, тогда инвестиционный фонд может принять решение хранения активов в местном депозитарии. То иностранный субкастодиан должен был взвалить на себя колоссальную работу по мониторингу местного депозитария. Раз в месяц он должен был писать отчет фонду, в котором должны были описываться все риски: кредитные, операционные, технологические, риски взаимодействия с контрагентами, финансовые и т. д. Плюс он должен был осуществлять постоянный мониторинг и отслеживать все, что происходило в этом депозитарии, и если обнаруживались какие-то серьезные изменения, иностранный субкастодиан должен был ставить в известность управляющего фонда.

Проблема была в том, что закрытого перечня вопросов, по которым необходимо было вести мониторинг, не было. Получилось, что иностранный субкастодиан должен отвечать за все и на него можно было списать любые последствия неблагоприятных событий.

Естественно, в таких условиях массового притока денег американских фондов в Россию не было.

Кроме того, в отношении российского рынка продолжало действовать No-Action Letter Templeton, которое прямо обязывало хранить активы в реестрах.

В 2001 году я занималась от имени НДЦ организацией переговоров с SEC для того, чтобы No-Action Letter Templeton 1995 года было отменено. По поручению НДЦ московский офис юридической компании Baker&McKenzie подготовил развернутый запрос в американскую SEC. В этом запросе содержался обширный анализ тех изменений, которые произошли на российском фондовом рынке с 1995 года, был перечислен весь список изменений в законодательной сфере, перечень структурных изменений, было указано, что появились лицензированные депозитарии. Также была приведена подробная информация об НДЦ, указано, что депозитарий является центральным для государственных ценных бумаг, ведущим депозитарием для корпоративных облигаций. Мы обосновали, что хранение ценных бумаг в НДЦ менее рискованно, чем хранение непосредственно в реестрах. К тому времени уже было много прецедентов, когда эмитенты со своими карманными регистраторами ущемляли права иностранных инвесторов. Хранение активов в депозитарии, как объяснялось в письме, если кастодиан вместе с активами фон-

да уходит под номинальное держание депозитария, создает анонимность таких активов, защищая от возможных недружественных атак со стороны эмитента и регистратора.

После такого обширного вступления, мы предлагали SEC выпустить релиз, который бы отменял No-Action Letter Templeton. Конечно, в свое время (в 90-е годы) это письмо сыграло свою прогрессивную роль, пустив на российский рынок американские фонды. Кроме того, благодаря этому письму западные кастодианы стали работать с реестрами и приучили их к практике заключения договора, ведь до этого никаких договоров реестры не заключали, да и к номинальным держателям относились крайне негативно. Но после появления депозитариев и укрепления их позиций через реестры стало неэффективно работать. Это приводило и к более высоким затратам и повышению рисков. Все это было изложено в письме в SEC. Кроме того, юристы Baker & McKenzie сделали специальный акцент на том, что российская правовая система более развита, чем правовые системы стран третьего мира, в которые американские фонды инвестируют и в отношении которых SEC не предъявляет никаких специфических требований по хранению активов.

В общем это обращение отправилось через офис Baker & McKenzie в Вашингтоне в SEC. После долгих и настойчивых обращений SEC в декабре 2002 года прислала проект ответа на наш запрос. Проект был просто потрясающим для нас. Это было словно подарок к Новому году. SEC, переписав практически полностью длинное введение Baker & McKenzie, соглашалась со всеми выводами!

Но после подготовки такого проекта, комиссия, по сложившейся практике, отправила проект ответа на рассмотрение крупным американским инвестиционным фондам. И фонды дали негативное заключение.

Почему такое заключение дали фонды — можно только догадываться. Возможно, немалую роль в этом сыграли и крупные иностранные кастодианы, ведь имея по сути монополию на обслуживание американских институциональных инвесторов на российском рынке, они могли устанавливать высокие тарифы на обслуживание, ссылаясь на то, что в стране по-прежнему фондовый рынок находится в диком состоянии и это приводит к высоким издержкам для кастодианов.

Ровно через год, как мы получили ответ из SEC, из Baker & McKenzie раздался звонок, и нам сообщили, что в SEC снова были возобновлены консультации по отмене No-Action Letter Templeton. На этот раз инициатором процесса был... Chase Manhattan Bank.

С тех пор в этом вопросе пока еще, к сожалению, ничего не изменилось.

### **10 лет спустя**

Спустя 10 лет после первого системного исследования депозитарного рынка России, которое мы сделали в 1996 году, сейчас любопытно сравнить сделанные нами тогда выводы с нынешней ситуаций в депозитарной индустрии.

Нужно отметить, что за десятилетие с небольшим наша отрасль сделала большой рывок вперед, оказались ликвидированы множественные барьеры для развития, да и в целом сейчас уже можно с уверенностью говорить, что такая индустрия уже существует как важный элемент всей инфраструктуры фондового рынка.

Если на момент нашего исследования депозитарная деятельность в основном осуществлялась небольшими подразделениями банков, то к настоящему времени мы уже имеем крупные небанковские депозитарии: НДЦ, ДКК, РДК. Изменились и масштабы деятельности, и сам характер бизнеса. Так, к сегодняшнему дню депозитарии оказывают услуги не только по учету ценных бумаг и обеспечению расчетов, но и выполняют функции, связанные с исполнением корпоративных действий, выплатой доходов, осуществлением клиринга и пр.

Большой шаг вперед был сделан в вопросе внутреннего контроля и управления рисками. Если 10 лет назад до этого у специалистов большинства депозитариев просто не доходили руки, то сейчас он выходит на первый план в обеспечении стабильности всей системы. Также серьезную эволюцию претерпел вопрос сохранности активов. В настоящее время все игроки депозитарного рынка создают системы автономного хранения резервных копий баз данных, создают резервные офисы, что в целом приводит к повышению защищенности активов. Серьезный вклад в процесс обеспечения защиты стало введение практики страхования деятельности депозитариев.

Мы много сделали и в развитии технологий нашей работы. Появились стандартные формы договоров, которых 10 лет назад, несмотря на то, что они активно использовались за рубежом, в России не было и в помине. Ведется большая работа по внедрению международных стандартов бухгалтерского учета.

Российские депозитарии стали вести работу и на международном рынке — через Clearstream и Euroclear.

Тем не менее, для российской депозитарной индустрии так и остались характерными проблемы, которые мы выявили еще 10 лет назад.

Некоторые такие проблемы существуют до сих пор из-за особенностей российского законодательства. Так, например, из-за недостаточного регулирования вопросов, связанных со сроками выплаты дивидендов, российские депозитарии так и не могут предложить своим клиентам на практике эффективно работающие услуги в этом направлении. Если в США выплачивают дивиденды по акциям строго на второй день после даты их начисления, то в России это может занимать не только несколько дней, но и месяцев, и депозитарий тут ничего поделать не может, так как все зависит от эмитента.

Из-за специфики законодательства небанковские депозитарии не могут осуществлять кредитование ценными бумагами.

Интересно, что некоторые несоответствия международным стандартам возникают в работе наших депозитариев не в силу несовершенства, а,

наоборот, из-за того, что в погоне за оптимизацией всех процессов, мы не замечаем, как переходим границы оптимальности. Так произошло в России с временными условиями поставок ценных бумаг. У нас практика биржевых расчетов предполагает поставку на условиях T+0, в то время как оптимальной на Западе считается поставка на условиях T+3. Сейчас, когда рынки перестали быть локальными, денежные активы инвесторов могут находиться в разных валютах. Распространенное у нас условие по преддепонированию как ценных бумаг, так и денег, приводит к тому, что инвесторы несут дополнительные издержки, заранее держа деньги в той валюте, в которой им еще только предстоит рассчитаться. Изменение существующей практики, когда не будет необходимости преддепонировать 100% активов, позволит увеличить эффективность работы для инвесторов, но от депозитариев потребует разрабатывать дополнительные методы контроля за рисками.

Как и 10 лет назад, одной из самых главных проблем, препятствующих развитию депозитарной индустрии и фондового рынка, является неполное соответствие российских депозитариев требованиям международного законодательства. И главным ограничением является отсутствие в стране центрального депозитария. Вопрос этот должен решаться как можно скорее, тем более что решен он мог быть еще и 10 лет назад, когда инфраструктура российского рынка только создавалась.

Но по большому счету — будет ли в стране национальный центральный депозитарий или, в результате нашей неспособности договариваться, его место займет глобальный международный институт — для меня лично уже не столько важно. Я счастлива, что жила и живу в период колоссальных перемен, которые дали мне интересную работу, умных коллег и прекрасную семью.

